

**UNIVERSIDAD DE PANAMA  
VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO  
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
Y CONTABILIDAD**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

**EVALUACIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL  
SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES  
DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS EN LA REPÚBLICA  
DE PANAMA AÑOS 2007 – 12**

**Por**

**JOSÉ FÉLIX BOTELLO LUQUE**

**Cédula 8 176-19**

**2013**

**UNIVERSIDAD DE PANAMA**  
**VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO**  
**FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**  
**Y CONTABILIDAD**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**  
**CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

**EVALUACIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL**  
**SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES**  
**DE LOS SERVIDORES PUBLICOS EN LA REPUBLICA**  
**DE PANAMA ANOS 2007 – 12**

**Por**

**JOSÉ FÉLIX BOTELLO LUQUE**

**Cédula 8 176 19**

**Tesis presentada en cumplimiento de los requisitos para optar por el Grado**  
**de Maestría en Administración de Empresas con especialidad en Finanzas**

**2013**

ST

19 JUN 2014

Ob.

## APROBADO POR:

Director de Tesis:   
CLAUDIO CASTILLO CASTILLO

Miembro del Jurado:   
AUGUSTO HERNANDEZ

Miembro del Jurado:   
ARCADIO CLEMEN

Fecha: 11 de Junio de 2014

Por la Vicerrectoría  
de Investigación y Postgrado: 

Fecha: 11/Jun./2014

## DEDICATORIA

*El esfuerzo de lo que este trabajo representa, va dedicado a la memoria de mis padres Prof Luz Elvira Luque de Botello (q.e.p.d.), con su espíritu de superación y el Arq Rosendo P Botello A. (q.e.p.d.), ejemplo de trabajo y honestidad. Va dedicado asimismo a mi amada esposa Lic. Margarita González de Botello que representa igual espíritu de trabajo y superación. Y principalmente dedico éste y todos mis esfuerzos a mis tres hijos: Ing Talia Margot, Dra. Clarissa Mabel y Mgter David Rubén Botello González, y a mi nieto Lucas David Mayorga B. y los que estén por venir, en quienes quiero dejar un ejemplo de esfuerzo honestidad, autoestima y humildad.*

*José Félix*



## **AGRADECIMIENTO**

*A nuestro DIOS por encima de todo, deseo dar Gracias a cada momento, por todo lo que me permite vivir, aprender y colaborar Dejo constancia de agradecimiento personal a mi Profesor Asesor original, magíster Rodolfo Lammie (q e.p d.), quien fue un excelente guía del trabajo por su experiencia y conocimientos. Asimismo al profesor magíster Claudio Castillo Castillo, por su atinada revisión y orientación para la conclusión del documento Finalmente, dejo constancia de agradecimiento por la colaboración al personal de las empresas que facilitaron la obtención de información del tema, así como a personal del Consejo de Administración del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos y de la Superintendencia del Mercado de Valores.*

*José Félix*

## **INDICE GENERAL**

<b>Dedicatoria</b>	<b>IV</b>
<b>Agradecimiento</b>	<b>V</b>
<b>Índices de Capítulos de Anexos y de Bibliografía</b>	<b>VI</b>
<b>Índice de Cuadros</b>	<b>XV</b>
<b>Índice de Gráficas</b>	<b>XVI</b>
<b>Índice de Esquemas</b>	<b>XVIII</b>
<b>Índice de Figuras</b>	<b>XIX</b>
<b>Significado de Siglas</b>	<b>XIX</b>
<b>Resumen</b>	<b>1</b>
<b>Summary</b>	<b>2</b>
 <b>CAPITULO PRIMERO INTRODUCCIÓN</b>	 <b>3</b>
<b>1 LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>4</b>
<b>1 1 Antecedentes</b>	<b>4</b>
<b>1 2 A nivel mundial</b>	<b>6</b>
<b>1 2 1 Panorama</b>	<b>6</b>
<b>1 2 2 Tipos de planes de pensiones conocidos</b>	<b>7</b>
<b>1 2 2 1 Planes de contribución definida</b>	<b>7</b>
<b>1 2 2 2 Planes de beneficio definido</b>	<b>8</b>
<b>1 2 2 3 Planes híbridos</b>	<b>8</b>
<b>1 2 3 Administradoras de fondos de pensiones</b>	<b>9</b>

1 2 4	Comisiones recibidas por las Empresas Administradoras de Inversiones	10
1 2 5	Fondos de pensiones en distintos países	10
<b>1.3</b>	<b>A nivel nacional</b>	<b>15</b>
1 3 1	Los fondos de la seguridad social	15
1 3 2	Los fondos de pensiones aparte del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos	20
1 3 3	Los fondos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos	21
1 3 4	Las opciones privada y publica para administrar fondos de pensiones	25
1 3 5	Fracasos conocidos en el manejo de fondos financieros en Panamá	31
<b>2</b>	<b>JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO</b>	<b>36</b>
2 1	Planteamiento del problema	36
2 2	Objetivo general	43
2.3	Objetivos específicos	43
2 4	Aspectos metodológicos	43
2 5	Marco teórico	44
2 5 1	Revisión de la literatura	45
2 5 1 1	La administración financiera	45
2 5 1 2	La administración de fondos de pensiones	47

2 5 1 3	El desarrollo del mercado de valores secundario	50
2 5 1 4	El portafolio y el riesgo	53
2 5 1 5	La rentabilidad y el rendimiento	61
2 5 2	Adopción de una perspectiva teórica	62
2 6	Disposiciones legales	64
3	DESCRIPCIÓN DE LOS CAPITULOS	69
 <b>CAPITULO SEGUNDO LOS COMPONENTES DEL</b>		
<b>MERCADO DE FONDOS DE PENSIONES</b>		<b>72</b>
1	<b>EL MERCADO DE VALORES DE PANAMA</b>	<b>73</b>
1 1	El sector financiero	73
1 2	El mercado de valores	76
1 3	La Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá	83
1 4	Las calificadoras de riesgos financieros	86
1 5	La Bolsa de Valores de Panamá, S A	90
1 6	La custodia de valores	96
2	<b>EL MERCADO DE LOS FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>98</b>
2 1	Los cuentahabientes o fondistas clientes de las empresas administradoras de fondos de pensiones	98
2 1 1	Afiliados a fondos de pensiones de administración privada (No del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos)	98

2 1 2 Afiliados al fondo del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos	102
2 2 Los agentes de retención de cuotas para el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos	109
2.3 Las empresas administradoras de inversiones de fondos de pensiones	109
2 4 Los montos administrados de fondos de pensiones	111
2 5 Las compañías de seguros	113

<b>CAPITULO TERCERO LA ADMINISTRACIÓN Y REGULACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PUBLICOS</b>	<b>115</b>
<b>1 ADMINISTRACIÓN Y REGULACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS POR PARTE DEL ESTADO</b>	<b>116</b>
1 1 El Consejo de Administración del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos	116
1 2 El proceso de escogencia de las empresas administradoras de fondos de pensiones del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos	124
1.3 La legislación sobre la inversión de Fondos de Pensiones	

en Panamá .....	126
2. LA EMPRESA AUDITORA INDEPENDIENTE .....	133
3. LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS.....	134
3.1. Evolución de las empresas administradoras de fondos de pensiones del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos .....	134
3.2. Las funciones de las empresas administradoras de fondos, que manejan los recursos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos.....	143
3.3. La Empresa Registradora-Pagadora .....	145
3.4. Análisis financiero comparado de dos empresas administradoras de fondos de pensiones del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos.....	146
4. LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN NEGOCIABLE Y EL PROGRAMA DE RETIRO ANTICIPADO AUTOFINANCIABLE.....	155
 CAPÍTULO CUARTO: LA ADMINISTRACIÓN  FINANCIERA DE LOS FONDOS DEL SISTEMA  DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE	

<b>PENSIONES DE LOS SERVIDORES PUBLICOS</b>	<b>162</b>
<b>1 LOS FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS, ADMINISTRADOS POR LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE INVERSIONES</b>	<b>163</b>
<b>2 LA CAPITALIZACIÓN DE FONDOS</b>	<b>169</b>
<b>2 1 La capitalización o valorización de las inversiones de Fondos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos</b>	<b>169</b>
<b>2 2 El manejo adecuado del portafolio de inversiones</b>	<b>176</b>
<b>2.3 El rendimiento mínimo garantizado por la ley</b>	<b>179</b>
<b>3 COMPONENTES DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIONES DE LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS</b>	<b>180</b>
<b>4 COMPORTAMIENTO DEL PATRIMONIO DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS ASIGNADO A LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES</b>	<b>185</b>
<b>5 RENDIMIENTOS ALCANZADOS EN LA CAPITALIZACIÓN DE LOS FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS</b>	<b>187</b>

<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</b>	<b>194</b>
CONCLUSIONES	195
RECOMENDACIONES	201
<b>ANEXOS</b>	<b>203</b>
<b>ANEXO A INFORMACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS</b>	<b>204</b>
A 1 Organigrama del Consejo de Administración del SIACAP	205
A 2 Patrimonio y Portafolio de Inversiones del SIACAP según tipo de inversión, por Entidad Administradora de Inversiones al 31 de diciembre de 2012	206
<b>ANEXO B INFORMACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS</b>	<b>207</b>
B 1 Estado de Situación Financiera de PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantías S A en la República de Panamá, al 31 de diciembre años 2007 12	208
B 2 Estado de Utilidades Integrales de PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantías S A en la República de Panamá años 2007 12	209
B 3 Estado de Situación Financiera Condensado del Fondo del SIACAP administrado por PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantías S A en la República de Panamá, al 31 de diciembre años 2008 12	210



<b>B 4 Estimación de las Razones Financieras de PROGRESO</b>	
Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones	
y Cesantias S A en la Republica de Panamá años 2007 12	211
<b>B 5 Estado de Situación Financiera de PROFUTURO Administradora</b>	
de Fondos de Pensiones y Cesantias S A en la Republica de Panamá,	
al 31 de diciembre años 2007 12	212
<b>B 6 Estado de Resultados de PROFUTURO Administradora de</b>	
Fondos de Pensiones y Cesantias S A en la Republica	
de Panamá años 2007 12	213
<b>B 7 Estimación de las Razones Financieras de PROFUTURO</b>	
Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantias en la	
Republica de Panamá años 2007 12	214
<b>ANEXO C INFORMACIÓN ESTADISTICA</b>	215
<b>C 1 Producto Interno Bruto a precios de comprador en la Republica,</b>	
segun categoria de actividad económica, a precios de 1996	
años 2007 12	216
<b>C 2 Producto Interno Bruto a precios de comprador en la Republica,</b>	
segun rama de actividad económica, a precios corrientes	
años 2007 12	217
<b>C 3 Producto Interno Bruto a precios de comprador de 1996</b>	
Total y Per-cápita en la Republica y sus variaciones porcentuales	
anuales años 1996 2012	220

<b>C 4</b>	<b>Cociente Gasto Ingreso Per Cápita de los Hogares en el Area Urbana de la Republica, a valores constantes de julio de 2008 por decil de Ingreso Per Cápita, segun dominio año especial julio del 2007 a junio del 2008</b>	<b>221</b>
<b>C 5</b>	<b>Variables relacionadas de Cuentas Nacionales y del Patrimonio de fondos de pensiones incluido el SIACAP años 2007 12</b>	<b>222</b>
<b>C 6</b>	<b>Estimación de la Varianza de los rendimientos acumulados por los fondos administrados del SIACAP en la Republica de Panamá, segun empresa administradora noviembre del 2010 a diciembre del 2012</b>	<b>223</b>
<b>C 7</b>	<b>Indicadores Bursátiles Mensuales en la Republica de Panamá enero a diciembre de 2011 12</b>	<b>224</b>
	<b>ANEXO D OTROS</b>	<b>225</b>
<b>D 1</b>	<b>Superintendencia del Mercado de Valores Administradoras de Inversión de Fondos de Jubilación y Pensiones</b>	<b>226</b>
<b>D 2</b>	<b>¿Cómo se realiza una calificación de riesgo?</b>	<b>226</b>
<b>D 3</b>	<b>Calificación de PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantias S A</b>	<b>227</b>
<b>D 4</b>	<b>Ejemplos de Promoción y Publicidad de PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantias S A</b>	<b>230</b>
<b>D 5</b>	<b>Generales de las Entidades Calificadoras de Riesgo registradas en la Superintendencia del Mercado de Valores</b>	<b>233</b>

<b>D 6 Escala de calificación de Panamá</b>	<b>234</b>
<b>D 7 Administradoras de Inversión Autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores</b>	<b>235</b>
<b>BIBLIOGRAFIA Y OTRAS INFORMACIONES</b>	<b>238</b>
<b>A LIBROS</b>	<b>239</b>
<b>B DICCIONARIOS</b>	<b>239</b>
<b>C MANUALES Y FOLLETOS</b>	<b>239</b>
<b>D DIARIOS Y SEMANARIOS</b>	<b>240</b>
<b>E INFORMACIÓN ACCESADA DE INTERNET</b>	<b>241</b>
<b>F LEYES Y DECRETOS</b>	<b>245</b>
<b>G ENTREVISTAS PERSONALES</b>	<b>248</b>

### **ÍNDICE DE CUADROS**

<b>Cuadro N° 1 Volumen de Transacciones por tipo de mercado en la Bolsa de Valores de Panamá años 2008 12</b>	<b>92</b>
<b>Cuadro N° 2 Población al 1° de julio y su Esperanza de Vida, en la Republica de Panamá, segun las proyecciones más recientes años 2010 17</b>	<b>101</b>
<b>Cuadro N° 3 Numero de afiliados cotizantes y no cotizantes al SIACAP noviembre del 2010 a febrero del 2013</b>	<b>104</b>
<b>Cuadro N° 4 Numero de empleados en el Sector Publico en la Republica, variación porcentual y peso en el total años 2000 12</b>	<b>106</b>

<b>Cuadro N° 5 Estimación del numero de empleados del Sector Publico excluidos los policias educadores bomberos y empleados de la Autoridad del Canal de Panamá años 2009 12</b>	<b>107</b>
<b>Cuadro N° 6 Situación del Ahorro en Hogares y Personas en la Republica año 2008</b>	<b>108</b>
<b>Cuadro N° 7 Razones financieras de dos empresas administradoras de fondos del SIACAP años 2007 12</b>	<b>150</b>
<b>Cuadro N° 8 Ejemplo 1 Tiempo inicial Componentes y proceso de registros de la cuenta individual del afiliado al fondo SIACAP</b>	<b>172</b>
<b>Cuadro N° 9 Ejemplo 2 Tiempo posterior Componentes y proceso de registros de la cuenta individual del afiliado al fondo SIACAP</b>	<b>173</b>
<b>Cuadro N° 10 Rentabilidad nominal de los fondos de pensiones chilenos agosto del 2012 y ultimos 12 y 36 meses previos</b>	<b>190</b>
<b>Cuadro N° 11 Rendimientos del Fondo General del SIACAP fecha de corte 30 de junio del 2012</b>	<b>191</b>
<b>Cuadro N° 12 Rendimientos acumulados promedio del fondo del SIACAP y su Varianza, segun empresa administradora del fondo de noviembre de 2010 a diciembre del 2012</b>	<b>192</b>

## **ÍNDICE DE GRÁFICAS**

<b>Gráfica N° 1 Superintendencia del Mercado de Valores Monto autorizado de Emisiones años 2000 2012</b>	<b>80</b>
--	-----------

<b>Gráfica N° 2 Volumen Total Negociado en la Bolsa de Valores de Panamá, años 2000 12</b>	<b>92</b>
<b>Gráfica N° 3 Numero de afiliados a fondos de pensiones (excluido el SIACAP) administrados por PROGRESO en el mes de diciembre años 2005 12</b>	<b>99</b>
<b>Gráfica N° 4 Numero de afiliados a los fondos de pensiones asociables con el sector privado años 2000 a 2011 y septiembre del 2012</b>	<b>100</b>
<b>Gráfica N° 5 Numero de afiliados cotizantes y no cotizantes al SIACAP noviembre de 2010 a febrero del 2013</b>	<b>103</b>
<b>Gráfica N° 6 Monto total de fondos administrados por PROGRESO en diciembre años 2003 12</b>	<b>112</b>
<b>Gráfica N° 7 Monto administrado de fondos de pensiones (excluido el SIACAP) por PROGRESO en diciembre años 2003 12</b>	<b>113</b>
<b>Gráfica N° 8 Inversión de los fondos de pensiones chilenos en el extranjero de julio del 2001 a junio del 2012</b>	<b>131</b>
<b>Gráfica N° 9 Inversión de los fondos de pensiones chilenos en el exterior por zona geográfica a junio del 2012</b>	<b>132</b>
<b>Gráfica N° 10 Composición del Patrimonio del SIACAP segun empresa administradora de fondos en diciembre años 2009 12</b>	<b>163</b>
<b>Gráfica N° 11 Composición de los fondos administrados por PROGRESO segun fondo años 2007 12</b>	<b>164</b>
<b>Gráfica N° 12 Patrimonio total del SIACAP a diciembre de cada año años 2007 12</b>	<b>165</b>

<b>Gráfica N° 13</b>	<b>Movimiento mensual reciente del Patrimonio del SIACAP y su linea de tendencia, de marzo del 2012 a febrero del 2013</b>	<b>166</b>
<b>Gráfica N° 14</b>	<b>Montos administrados del fondo del SIACAP en PROGRESO al mes de diciembre años 2003 12</b>	<b>167</b>
<b>Gráfica N° 15</b>	<b>Indice del Valor Cuota de Ahorro del fondo general del SIACAP al cierre de cada mes años 2000 12</b>	<b>171</b>
<b>Gráfica N° 16</b>	<b>Portafolio de inversiones del SIACAP a diciembre del 2012</b>	<b>183</b>
<b>Gráfica N° 17</b>	<b>Comportamiento de los dos principales componentes del portafolio de inversiones del SIACAP de noviembre del 2010 a diciembre del 2012</b>	<b>184</b>
<b>Gráfica N° 18</b>	<b>Saldo del Patrimonio del SIACAP y linea de tendencia de noviembre del 2010 a febrero del 2013</b>	<b>186</b>
<b>Gráfica N° 19</b>	<b>Rentabilidad de Fondos de Pensiones Privados vs Tasas Bancarias en Panamá</b>	<b>189</b>

## **ÍNDICE DE ESQUEMAS**

<b>Esquema N° 1</b>	<b>Pensión de Vejez en la Caja de Seguro Social segun la Ley 51 del 2005</b>	<b>19</b>
<b>Esquema N° 2</b>	<b>Comparativo de la situación actual de los fondos de pensiones versus el Pronóstico de su futuro</b>	<b>39</b>
<b>Esquema N° 3</b>	<b>Estudio de las relaciones financieras</b>	<b>62</b>

<b>Esquema N° 4</b> Clasificación de Actividades Financieras y de Seguros dentro de la Clasificación Industrial Nacional Uniforme de todas las actividades económicas revisión 4	<b>73</b>
<b>Esquema N° 5</b> Relaciones entre el SIACAP y su entorno básico	<b>119</b>
<b>Esquema N° 6</b> Empresas administradoras de fondos de pensiones en Panamá y grupo empresarial al que pertenecen	<b>135</b>
<b>Esquema N° 7</b> Primer grupo de empresas contratadas para administrar los fondos del SIACAP (Agosto de 1999)	<b>136</b>
<b>Esquema N° 8</b> Segundo grupo de empresas contratadas para administrar los fondos del SIACAP (Diciembre de 2005)	<b>140</b>
<b>Esquema N° 9</b> Tercer grupo de empresas contratadas para administrar los fondos del SIACAP (Enero de 2012)	<b>141</b>
<b>Esquema N° 10</b> Planes de inversión ofrecidos por PROFUTURO	<b>178</b>

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

<b>Figura N° 1</b> Publicación de datos de los Certificados de participación negociable en los medios	<b>159</b>
---	------------

## **SIGNIFICADO DE SIGLAS**

- 1 AFP** Administradoras de Fondos de Pensiones
- 2 BOLCEN** Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica y Panamá
- 3 BVP** Bolsa de Valores de Panamá, S A
- 4 CERPAN** Certificados de Participación Negociable

- 5     **CFI** Centro Financiero Internacional
- 6     **CINU** Clasificación Nacional Industrial Uniforme de las actividades  
económicas
- 7     **CN** Cuentas Nacionales
- 8     **CNV** Comisión Nacional de Valores
- 9     **CODA** Consejo de Administración
- 10    **CSS** Caja de Seguro Social
- 11    **EAFP** Empresas Administradoras de Fondos de Pensiones
- 12    **EAI** Empresas Administradoras de Inversiones
- 13    **ENV** Encuesta de Niveles de Vida
- 14    **ERP** Empresa Registradora Pagadora
- 15    **FC** Fondo Complementario
- 16    **FENASEP** Federación Nacional de Servidores Públicos
- 17    **FIAP** Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones
- 18    **FP** Fondos de Pensiones
- 19    **GO** Gaceta Oficial
- 20    **INEC** Instituto Nacional de Estadística y Censo
- 21    **IPACOOOP** Instituto Panameño Autónomo Cooperativo
- 22    **IVCA** Índice de Valor de la Cuota de Ahorro
- 23    **IVM** Invalidez, Vejez y Muerte
- 24    **MEF** Ministerio de Economía y Finanzas
- 25    **MSBR** Modelo de Supervisión Basada en Riesgos
- 26    **MU** Margen de Utilidad



- 27 **MV** Mercado de Valores
- 28 **NIIF** Normas Internacionales de Información Financiera
- 29 **PCD** Planes de contribución definida
- 30 **PIB** Producto Interno Bruto
- 31 **PP** Planes de Pensiones
- 32 **PRAA** Plan de Retiro Anticipado Autofinanciable
- 33 **ROA** Rendimiento sobre activos
- 34 **ROE** Rendimiento sobre el capital
- 35 **ROI** Rendimiento sobre activos
- 36 **SIACAP** Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores  
Publicos
- 37 **SITREL** Sistema de Transacciones Electrónicas
- 38 **SMV** Superintendencia del Mercado de Valores

## **RESUMEN**

**Los Fondos de Pensiones (FP) comprenden los ahorros que realizan los trabajadores de los sectores publico y privado para mejorar su disponibilidad de recursos al llegar a la edad de jubilación. El correspondiente al fondo complementario del SIACAP pertenece a los servidores publicos de Panamá, se inicia en el año 2000 y en diciembre de 2012 alcanzó los B/ 644 6 millones. Su administración funciona dentro de un sistema que posee una entidad administradora reguladora, agentes de retención publicos una empresa registradora pagadora y empresas seleccionadas quinquenalmente que operan para generar beneficios al participar dentro de un mercado de valores en desarrollo con el objetivo de incrementar el referido fondo.**

**El metodo de trabajo tiene una orientación descriptiva, que busca determinar la situación administrativa, regulatoria y financiera del sistema de fondo de ahorro y capitalización denominado SIACAP para los años 2007 12 considerando las características de la entidad publica reguladora y leyes existentes los procesos de seleccion de las EAFP el entorno de mercado financiero el comportamiento de los afiliados los resultados generados en informes financieros y otras informaciones que permitan observar la solvencia, estabilidad y continuidad del sistema y del referido fondo. En este sentido se revisó la legislación incluida la Ley 8 de 1997 que crea el sistema, se realizaron entrevistas a funcionarios del SIACAP relacionadas con aspectos de la administración regulación y otros del referido sistema, se extrajo información de fuentes documentales en textos de administración financiera, datos para los análisis de composición del portafolio y rendimientos logrados y se recopilaron y analizaron datos disponibles del SIACAP y la SMV en los estados financieros disponibles de las empresas y del fondo para observar la solvencia de las empresas y otras características.**

**Esta evaluación considera adecuada la administración del SIACAP y sus resultados observables a través de los años la regulación a partir de las leyes y normas se cumple sin sobresaltos tanto por la entidad reguladora publica como por las EAFP. Dado que la operación amplia del sistema incluye varios componentes se consideran los servicios asociados de la Bolsa de Valores la Superintendencia del Mercado de Valores y otros observando la adecuada organización y funcionamiento de todo el engranaje y procesos con una coordinación de reguladores financieros que está mejorando. Los resultados registran un comportamiento creciente de los fondos principalmente a partir del denominado valor cuota, con rendimientos que compiten y superan otras alternativas existentes dentro del mercado financiero como por ejemplo los depósitos bancarios.**

## SUMMARY

The Pension Funds (FP) comprises the savings of workers in the public and private sectors to improve the availability of resources when they reach retirement age. The part corresponding to the complementary fund of SIACAP belongs to the civil servants of Panama, initiated in the year 2000 and in December 2012, reached the sum of \$644.6 million. Its administration operates within a system that has a regulatory management entity, public holding officers, a recording and paying company and selected companies that pay every five years, who operate to generate profits by participating in a developing stock market, with the aim of increasing such fund.

The working method has a descriptive orientation that seeks to determine the administrative, regulatory and financial situation of the system called SIACAP ,savings and capitalization fund, for the years 2007-12, considering the characteristics of the public regulatory entity and existing laws, selection processes of EAFP, the financial market environment, the behavior of the members, the results generated in financial reports and other information enabling to observe solvency, stability and continuity of the system and of the fund mentioned. In this sense the law was revised, including Act 8 of 1997, which created the system; interviews with SIACAP officials related to aspects of administration, regulation and others of the system mentioned; information was extracted from documentary sources texts in financial management, data for composition analysis of portfolio and yields achieved; and data available by SIACAP and SMV were collected and analyzed in available financial statements of companies and the fund, to observe the solvency of the companies and other features.

This evaluation considers appropriate the SIACAP administration and the results observable throughout the years; the regulation of the laws and standards are met smoothly, both by the public regulatory entity as well as by EAFP. Since ample operation of the system includes several components, considering the associated services of the Stock Exchange, the Superintendency of Securities and others, observing the proper organization and operation of all the steps and processes, with coordination of financial regulators that is improving. The results show an increasing behavior of funds mainly from the so-called quota value, and returns that compete and exceed other existing alternatives in the financial market, such as bank deposits.

---

I, Lastenia Araúz, Official Translator hereby certify that to the best of my knowledge the above is a true translation of its original written in Spanish. May 8, 2014

# **CAPITULO PRIMERO**

## **INTRODUCCION**

# **1 LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES**

## **1.1 Antecedentes**

Los Fondos de Pensiones (FP) son una forma de ahorro que se establece a partir de un plan para el pago de beneficios en la edad de jubilación que pueden ser administrados por la seguridad social o administrados por la empresa privada.

Las entidades administradoras de fondos sociales o colectivos fueron inicialmente las de seguridad social ofrecida por el estado cuyo origen se remonta a la Alemania del canciller Otto von Bismarck con la aprobación en 1883 de la Ley del Seguro de Enfermedad. La expresión Seguridad Social se populariza por primera vez en 1935 con una ley de los Estados Unidos de América, denominada *Social Security Act* (Ley de la Seguridad Social). Posteriormente a partir de 1942 se amplía el concepto en el llamado *Social Insurance and Allied Services Report* (Reporte del Seguro Social y Servicios Afines) de Sir William Beveridge sobre prestaciones de salud y con la constitución del Servicio Nacional de Salud británico en 1948.

La seguridad social en Panamá, se inicia con la promulgación de la Ley N° 3 de 1941 que crea la Caja de Seguro Social. Con posterioridad se dan problemas de malos manejos financieros durante el período de la crisis del programa de viviendas impulsado por la entidad que explota en 1983 y que va a favorecer la entrada de la administración de fondos por parte de empresas privadas.

Los fondos de pensiones en el mundo comienzan su aporte histórico a partir del estado pero diversas situaciones que se presentaron referidas a malos manejos o

errores administrativos y financieros llevaron a alternativas desde el sector privado que evolucionaron con opiniones a favor y en contra en los diversos países. El país donde se implementaron con mayor fuerza es en Chile, país donde son administrados todos por el sector privado desde noviembre de 1980 y a su vez, regulados a través de una Superintendencia.

En Panamá, el avance en la seguridad social lleva a la Ley N° 16 de marzo de 1975 a la creación del llamado Fondo Complementario (FC) de pensiones para empleados públicos de Panamá, basado a su vez en el artículo 110 de la Constitución de Panamá año 1972 que da potestad al Estado para crear fondos complementarios con el aporte y participación de los trabajadores de empresas públicas y privadas a fin de mejorar los servicios de seguridad social en materia de jubilaciones con leyes para su reglamentación.

La referida Ley N° 16 estableció la obligatoriedad del FC para todos los servidores públicos y reglamentó las jubilaciones generadas por la vejez o invalidez, de forma que la pensión concedida por la CSS más la pensión complementaria, fueran equivalentes al 100 por ciento del salario mensual promedio de los últimos 5 mejores años dentro de los últimos 15 años laborados por el empleado. Este Fondo lo administró la Caja de Seguro Social en calidad de Fiduciario, pero las entidades del gobierno que eran los fideicomitentes y recaudaban las cuotas de sus empleados afectaron el fondo al no dar sus aportes al capital fundacional.

Finalmente el programa entró en crisis al presentar desde el año 1993 un déficit actuarial y financiero creciente, estimado para el año 2000 en B/ 70 1 millones.

y proyectado para el periodo 1997 2025 en B/ 3 978 millones<sup>1</sup> La Caja de Seguro Social realizó en 1986 un pago para cubrir el déficit

**'La Caja de Seguro Social como administradora fiduciaria de este fondo, cubrió con fondos del Programa de Vejez e invalidez el déficit resultante de las operaciones del Fondo en el período de 1975-1986, situación normalizada en 1986 cuando el Estado efectuó un pago en bonos por más de treinta y seis millones de balboas (B/36,000,000 00), que cancelaba el déficit acumulado de los años 1975 a 1986 más los intereses correspondientes por mora. <sup>2</sup>**

El programa de beneficios a cubrir era insostenible al nivel de contribución del 2% del salario unido a la baja capitalización de los fondos depositados en el Banco Nacional de Panamá, con una tasa de interés tope de 5%

Esta difícil situación conduce a la creación del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos (SIACAP) a partir de la Ley N° 8 del 6 de febrero de 1997

## **1 2 A nivel mundial**

### **1 2 1 Panorama**

Los FP son administrados principalmente por entidades de seguridad social o por empresas privadas que pueden ser bancos compañías de seguros o instituciones financieras especializadas autorizadas por el Estado para manejar estos fondos Las entidades que establecen los fondos se les llama Patrocinadores que son los patronos del beneficiario del fondo y pueden ser entidades del Estado o empresas privadas

En su jubilación los trabajadores pueden recibir los dos tipos de fondos de pensiones el fondo general de prestaciones de seguridad social y los del tipo

---

<sup>1</sup> CEDEÑO Juan Jesus *Sistemas de pensiones complementarias para servidores publicos en Panamá* 1998 página 103 Ver en Bibliografía de Manuales y Folletos

<sup>2</sup> IBIDEM página 102

complementario y generalmente voluntario que proceden de sus cuotas a cajas generalmente privadas que reciben y administran estos montos obteniendo beneficios para ambos componentes depositante y entidad a través de su capitalización como recursos de largo plazo o del conocido como mercado de capitales

Los FP existen de alguna forma en todas las economías del mundo y son entes de inversión importantes que participan en los mercados financieros. A nivel privado se originan en Inglaterra y el primer país de América Latina, en desarrollar el mercado de administración de fondos de pensiones totalmente en nivel privado fue Chile, los cuales son regulados por una Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensión.

El gran éxito de los FP se debe a que el ingreso y la riqueza generados por la mayor tecnología y productividad crecen sostenidamente en los países y son formas de remuneración al empleado que al ser canalizadas a estos FP no le causan el pago de impuestos sino hasta que se retiran al jubilarse el trabajador, lo cual los hace más atractivos.

## **1.2.2 Tipos de planes de pensiones conocidos**

Hay dos tipos básicos de planes de pensiones:

### **1.2.2.1 Planes de contribución definida**

El patrocinador es responsable solamente de hacer las contribuciones especificadas en el plan, a beneficio de los participantes pero no garantiza ninguna cantidad determinada al momento de la jubilación. La cantidad con que contribuye es un porcentaje del salario del empleado o de las utilidades.



El patrocinador da a los participantes diversas opciones en las que puedan invertir. Actualmente la tendencia es hacia los fondos mutuales en los que se reúnen distintos inversores naturales o jurídicos con el objetivo de invertirlos en diferentes instrumentos financieros a través de la responsabilidad delegada a una sociedad administradora que puede ser un banco o institución financiera.

#### **1.2.2.2 Planes de beneficio definido**

El patrocinador acuerda hacer pagos a los empleados de la empresa, que califiquen en su jubilación o a los beneficiarios en caso de muerte antes de la jubilación. En este caso el patrocinador asume el riesgo de tener fondos insuficientes en el plan (que afecta más cuando la empresa es pequeña y la situación económica es difícil) para satisfacer los pagos de beneficios contractuales que se presenten. El puede además usar los pagos al fondo para comprar una póliza de anualidad a una compañía de seguros en lo que se conoce como plan asegurado que dependerá de la habilidad de la compañía de seguros para hacer los pagos contractuales. Estos PBD son caros y difíciles de implementar cuando laboran pocos trabajadores durante muchos años. Porque se compromete a pagar al empleado montos de los que no puede garantizar los fondos para afrontarlos a través del tiempo y si los asegura aumenta los costos.

Adicionalmente hay otros tipos de planes de pensión denominados

#### **1.2.2.3 Planes híbridos**

Estos planes combinados o mixtos toman parte de cada uno de los otros. Por ejemplo, el empleador se compromete con una contribución específica, pero a su vez garantiza un nivel mínimo de beneficios definidos.

### **1 2 3 Administradoras de fondos de pensiones**

**El patrocinador del plan puede**

- **Usar personal propio para administrar por él mismo todos los activos de pensiones**
- **Distribuir los activos de pensiones a una o más empresas administradoras de fondos**
- **Combinar ambas alternativas anteriores**

**De estas posibilidades surgen las empresas que administran los fondos que pueden ser**

- **Las compañías aseguradoras que puede ser a través de una subsidiaria propia.**
- **Los Departamentos de Fideicomiso de los bancos comerciales**
- **Las empresas administradoras de fondos independientes de bancos o aseguradoras**
- **Entidades extranjeras en el caso que la Ley permita que administren FP locales**

**Otros servicios contratados que pagarán los patrocinadores son los Servicios de Consejería, que ayudan al desarrollo de políticas rentables consejos actuariales pronósticos diseños de indicadores medición y monitoreo de desempeño del mercado auditorías externas y otras investigaciones y asesorías con el objeto de asegurar el mejor rendimiento de los fondos invertidos Existen además servicios contratados a empresas para que efectúen los registros y paguen a los beneficiarios**

#### **1 2 4 Comisiones recibidas por las Empresas Administradoras de Inversiones**

**Las administradoras de recursos de los FP obtienen sus ingresos de las cuotas cargadas por administración de activos que puede ser de 0 01 a 0 75% de los activos administrados. Estas van asociadas a economías de escala (nivel de montos)**

#### **1 2 5 Fondos de pensiones en distintos países**

- **Estados Unidos de América**

**El régimen de pensiones de los Estados Unidos es un sistema de dos pilares: la seguridad social financiada por impuestos y un sistema privado patrocinado por patronos del sector público y privado, no obligatorio pero muy generalizado por el importante incentivo fiscal a que está sujeto.**

**A partir de la crisis de 2008 originada por el propio sistema financiero norteamericano, basado en distorsiones de fondos asociadas con el mercado inmobiliario, los FP de EUA se han visto afectados y al igual que en gran parte del mundo existen inquietudes respecto a los programas de retiro, entre las que están el abandono de los esquemas de solidaridad, la amenaza de los déficits y otras.**

**Los FP norteamericanos están exentos de impuestos federales por lo que no se invierten mucho en activos que tengan ventaja de estar exentos de impuestos. No hay restricción a nivel federal sobre la inversión de fondos en el mercado internacional. Sin embargo, los patrocinadores tienen la libertad de restringir la ubicación de fondos a inversiones domésticas.**

- Alemania

En Alemania los FP son administrados principalmente por los empleadores que deben pertenecer a una asociación que proporciona seguros patrocinados por el gobierno

- Inglaterra

En Inglaterra participan muchos tipos de entidades financieras en la administración de FP las cuales tienen poca reglamentación gubernamental y tienden a favorecer la inversión en acciones

- Japón

En Japón el gobierno reglamenta en gran nivel los FP y requiere que gran parte sean asignados a inversiones en valores de ingreso fijo del gobierno o corporaciones grandes

- Chile

Es el país con mayor impulso y dinamismo de sistemas de FP administrados por la empresa privada. En 1980 se cambió un esquema de reparto basado en la seguridad social por uno de capitalización individual administrado por entidades privadas llamadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Varios países, especialmente de América Latina y Europa del Este, han adoptado reformas similares, aun cuando este tipo de sistemas tiene una serie de fortalezas comparados con los tradicionales esquemas de reparto, por sí solos no resuelven el financiamiento de la vejez o invalidez en poblaciones donde hay una mala distribución del ingreso. En el caso de Chile, el diagnóstico que se hizo en el 2006 mostró que existía una parte importante

de la población que no tendría ahorros suficientes para el financiamiento de su vejez. Esto se debía principalmente a la baja densidad de cotizaciones que se explica, en el caso de los hombres por el trabajo independiente y la informalidad en el mercado laboral. En el caso de las mujeres la participación en el mercado laboral en Chile es especialmente baja, por lo que existían en promedio largos períodos en que ellas no registraban cotizaciones. En el año 2008 en la presidencia de Michelle Bachelet, Chile realizó la principal reforma al sistema de pensiones desde el año 1980.

**“Esta nueva Reforma mantiene al sistema de AFP como eje del sistema previsional, pero introduce una serie de medidas tendientes a mejorar la cobertura del pilar de prevención de la pobreza, aumentar la densidad de cotizaciones, mejorar la igualdad de género en el sistema de pensiones, incrementar la intensidad competitiva de la industria de AFP y flexibilizar el régimen de inversión que las regula”<sup>3</sup>**

Los Fondos de Pensiones presentan elevadas tasas de crecimiento en sus recursos acumulados lo que determina la necesidad de crear en forma permanente nuevas alternativas de inversión para estos fondos tanto en lo que se refiere a títulos nacionales como extranjeros. Las mayores alternativas de inversión permiten satisfacer la creciente demanda de activos financieros así como las necesidades de diversificación de riesgo de estos inversionistas institucionales.

El límite máximo de inversión en el exterior se ha incrementado desde 1990 fecha en que se permitió la inversión en el extranjero. Actualmente los

---

<sup>3</sup> IBÍDEM página 5

FP pueden invertir sus recursos en instrumentos extranjeros bajo las normas que determinan instrumentos elegibles, límites máximos de inversión, mercado secundario formal, modalidades de inversión y requisitos de elegibilidad para los instrumentos.

- México:

Caso similar es el de México, que realizó una reforma al sistema de seguridad social para permitir que los FP fueran administrados por instituciones financieras privadas, con el objeto de impulsar el ahorro interno.

El nuevo sistema entró a operar en 1997 con 17 EAFP. Dado su carácter de aportación definida, los beneficios de jubilación dependen del valor acumulado en la cuenta individual con sus respectivos intereses.

Es posible optar entre la compra de una renta vitalicia en una compañía de seguros o por retiros programados, a través de las Afores, que consiste en detracciones periódicas calculadas de acuerdo con la esperanza de vida y la rentabilidad esperada.

- Argentina:

Con la crisis internacional de 2008, los fondos en Argentina, que seguían un modelo similar al chileno, fueron nacionalizados. Estas últimas acciones, podrían estar señalando el inicio de una tendencia, que pudiera tener influencia en otros países del continente:

**“A partir del 9 de diciembre de 2008, entró en vigencia la Ley 26.425 que crea el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y elimina el régimen de capitalización, absorbido y sustituido por el régimen de reparto. El nuevo sistema circunscribe el otorgamiento de las**

**prestaciones al Estado y se financia con recursos provenientes del pago de aportes y contribuciones previsionales además de impuestos recaudados a tal fin ”<sup>4</sup>**

- **Costa Rica**

En el caso de Costa Rica, en el año 2010 se reformó de manera profunda el sistema de pensiones y estableció un regimen complementario administrado por operadoras privadas

Los regimenes básicos de pensiones corresponden al primer pilar del sistema de pensiones costarricense conceden un beneficio definido por ley y son de capitalización colectiva.

Los regimenes complementarios creados por Leyes Especiales comprenden un beneficio adicional a la pensión básica para algunos funcionarios de instituciones autónomas igualmente definido por ley inicialmente todos eran de capitalización colectiva sin embargo algunos se han transformado a capitalización individual

Las dos principales leyes que rigen el marco juridico en el que se desenvuelve la Superintendencia de Pensiones de Costa Rica, son la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias de 1995 y la Ley de Protección al Trabajador del 2000

El organismo que aglomera la mayor cantidad de entidades de fondos de pensiones es la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP) que tiene por objeto difundir defender publicitar y

---

<sup>4</sup> **GOBIERNO DE ARGENTINA** Información Ciudadanos Tercera Edad 2012 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

facilitar el desarrollo de los sistemas previsionales de ahorro y capitalización individual canalizados a través de fondos de pensiones y administrados por sociedades administradoras de fondos de pensiones

Existe gran inquietud en los países europeos asiáticos y latinoamericanos por la situación internacional de los fondos y la crisis financiera iniciada el 2008 en Estados Unidos y aun vigente a través de sus secuelas. Es un tema de discusión generalizado en la actualidad a nivel internacional la privatización de los sistemas de pensiones que en gran parte siguen siendo administrados por el gobierno

### **1.3 A nivel nacional**

#### **1.3.1 Los fondos de la seguridad social**

En Panamá, según la Ley N° 51 Orgánica de la Caja de Seguro Social artículo 3 la afiliación de los trabajadores y la inscripción de los empleadores al régimen de la Caja de Seguro Social (CSS) son de carácter obligatorio en toda la República, de acuerdo con los mecanismos establecidos en la Ley

Según el artículo 150 de la Ley 51 el riesgo denominado de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) administrado por la CSS está integrado por un régimen compuesto en el que coexisten dos subsistemas de beneficios: el Subsistema exclusivamente de Beneficio Definido administrado bajo un régimen financiero actuarial de reparto de capitales de cobertura y el Subsistema Mixto. Este Subsistema Mixto lo conforman

- Un componente de Beneficio Definido administrado bajo un régimen financiero actuarial de Reparto de Capitales de Cobertura, en el que se



participa con las cuotas pagadas, sobre los ingresos de hasta B/.500.00 mensuales.

- Un componente de Ahorro Personal, administrado bajo un régimen financiero de Cuenta Individual, en el que se participa con las cuotas pagadas, sobre los ingresos que excedan los B/.500.00 mensuales.

En el Subsistema exclusivo de beneficio definido, se incluyeron los pensionados por IVM, al 1° de enero de 2006; todos los afiliados a la CSS, que al 1° de enero de 2006, superen los 35 años de edad; los afiliados a la CSS, que tengan 35 o menos de edad y al 31 de diciembre de 2007, no optaron por el Subsistema mixto; y todos los trabajadores por cuenta propia, que ingresaren al seguro social, entre 1° de enero de 2006 y 31 de diciembre de 2007, y no optaron por el Subsistema Mixto.

A su vez, según la citada Ley, en el artículo 152, los asegurados comprendidos en el Subsistema Mixto, se refiere a los afiliados a la CSS, que al 1° de enero de 2006, tengan 35 años o menos de edad y se decidan por el Subsistema Mixto, hasta el 31 de diciembre de 2007; todos los trabajadores por cuenta ajena, que ingresaron al seguro social por primera vez, entre 1° de enero de 2006 y 31 de diciembre de 2007, y optaron por el Subsistema Mixto; y todos los trabajadores por cuenta ajena, que ingresaron al seguro social por primera vez, a partir del 1° de enero de 2007.

Con anterioridad a la Reforma de la Ley N° 51, la jubilación se basaba en las cuotas acumuladas por 15 años de servicios (180 cuotas mensuales), con una edad de 57 años para las mujeres y 62 años para los hombres y un tope de pago en beneficio de hasta B/.1,500.00 mensual. El programa de IVM presentaba un déficit actuarial, ya que lo que se debía pagar era mayor a lo que se recibía.

Entre las causas de ese déficit, se plantearon:

- De 1984-98 el crecimiento de los cotizantes activos fue de 2.6% y el de los pasivos (pensionados del Programa IVM) de 4.4%. Esto se explicó por la disminución en la tasa de fecundidad, el aumento de la esperanza de vida de los habitantes (corresponde al promedio que se espera viva un recién nacido del país, ver datos en el Cuadro N° 2) y por la baja generación de empleos, así como de los salarios de calidad. Igualmente se registró una baja rentabilidad de las inversiones hechas con los fondos de la CSS, debido a la obligación que tenía la entidad de seguridad, en depositar sus fondos en el Banco Nacional de Panamá, a una tasa muy inferior a la del mercado.
- Aumento en la evasión y morosidad en los pagos de cuotas patronales. También se tomaron malas decisiones financieras de inversión y malos manejos, a nivel de directivos de la CSS. De estos se cita uno de los mayores escándalos del país:

**“En 1981, la Caja de Seguro Social (CSS) decidió aprobar el denominado Programa Colectivo de Viviendas. Un total de 38 empresas fueron beneficiadas con el megaproyecto para la construcción de 10 mil viviendas en varios puntos del país. En resumen, según la investigación que hizo el entonces fiscal de la causa, Carlos Cuestas, el caso resultó en una “megamalversación” de fondos públicos. Resulta que la investigación probó hechos irregulares, por decir lo menos.”<sup>5</sup>**

Las fallas, se pueden resumir, en que no existían contratos entre la CSS y los promotores, que justificaran adelantos en efectivo y bonos; las fianzas de

---

<sup>5</sup> **BERROA LOO**, Gerardo y José Quintero De León: *“Los escándalos del centenario”*. En: Diario La Prensa, 28 de diciembre de 2003.

cumplimiento por B/ 91 4 millones no fueron formalizadas los poligonos a hipotecarse no fueron delimitados ni las condiciones de la tierra las compañías de seguros expedieron fianzas de cumplimiento sobre contratos inexistentes se dieron cobros por comisiones no justificados etc

Con la Ley N° 51 del 2005 Orgánica de la Caja de Seguro Social se dispone en el capitulo II del nuevo esquema para el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte que incluye como mencionamos el Sistema Mixto

El esquema de seguridad social anterior comprendia un enfoque de tipo solidario o de reparto (la generación actual con su aporte ayuda a pagar los beneficios que percibe la anterior ahora jubilada) el cual procuraba que todo trabajador tuviere derecho a una jubilación de por lo menos un 60% de su salario promedio en sus 5 mejores años

Con la Ley N 51 se plantea un esquema escalonado que mantiene las mismas edades y la pensión básica, que consiste en el 60% del salario base mensual (aunque presenta ciertas modificaciones) sin embargo plantea cambios escalonados en el numero de cuotas de referencia (el articulo 170 dice que son 180 hasta el 31 de diciembre de 2007 216 de 1 de enero de 2008 al 31 de diciembre de 2012 y 240 a partir del 1 de enero de 2013) y en los porcentajes de cuotas que pagar (articulo 153)

Con un mínimo de 180 cuotas y cumplida la edad correspondiente en las mujeres de 57 años y en los hombres de 62 años los excedentes económicos que puede recibir un trabajador que optare por un Subsistema Exclusivamente de Beneficio Definido es el siguiente segun el periodo (articulo 168)

### Esquema N° 1

#### PENSIÓN DE VEJEZ EN LA CAJA DE SEGURO SOCIAL, SEGÚN LA LEY 51 DEL 2005

<b>AÑOS COTIZADOS</b>	<b>CUOTAS</b>	<b>PENSIÓN QUE DEBE RECIBIR % DEL SALARIO BASE</b>
15	180 (hasta 31 diciembre de 2007)	60 0 (+ incremento 1 25% por cada 12 meses adicionales laborados en exceso a las cuotas de referencia, aportadas antes de la edad de referencia)
18	216 (del 1 de enero de 2008 a 31 de diciembre de 2012)	60 0 (+ incremento 1 25% por cada 12 meses adicionales laborados en exceso a las cuotas de referencia, aportadas antes de la edad de referencia.
20	240 (a partir del 1° de enero de 2013)	60 0 (+ incremento 1 25% por cada 12 meses adicionales laborados en exceso a las cuotas de referencia, aportadas antes de la edad de referencia

La pensión mínima B/ 185 00 y máxima B/ 1 000 00 (con salvedades de llegar a los B/ 2 500 00 segun se tenga treinta o más años de cotizaciones y un salario promedio mensual en veinte mejores años no menor a ese monto segun el articulo 178 numeral 2)

La modificación importante en cuanto a los FP se trata, es el componente de Ahorro Personal dentro del Subsistema Mixto El cual funciona como una cuenta individual similar a la del SIACAP a partir del exceso de ingresos por sobre los B/ 500 00 En el componente referido se acreditarán los siguientes elementos a la cuenta de cada uno de los participantes (articulo 154 numeral 3)

- Para el trabajador por cuenta ajena, mensualmente el total de la cuota pagada, tanto por el empleado como por el empleador sobre el sueldo que exceda de quinientos balboas (B/ 500 00) mensuales una vez deducido el Aporte de Solidaridad así como la rentabilidad que produzca la inversión de las cuotas acreditadas
- El monto equivalente a los intereses que sobre el componente de ahorro ha dejado de percibir el empleado durante el periodo en el cual el empleador ha incurrido en mora en el pago de sus cuotas Este monto se debitará contra el cargo por morosidad en que incurra el empleador y será acreditado en el momento en el que el empleador cancele la morosidad antes mencionada El remanente si lo hubiere será acreditado a las reservas del componente de Beneficio Definido del Subsistema Mixto
- Para los independientes contribuyentes la cuota anual pagada sobre la porción de sus honorarios sujeta a cotización una vez deducida de ella el Aporte de Solidaridad así como la rentabilidad que produzca la inversión de las cuotas acreditadas

### **1 3 2 Los fondos de pensiones aparte del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

Las Empresas administradoras de fondos de pensiones (EAFP) aparte de los fondos del SIACAP administran cuentas individuales para empleados o ejecutivos y otros de empresas privadas en general empleados públicos o personas independientes las cuales presentan diversos montos voluntarios y modalidades tales

como la de planes más estables (para inversiones en bonos por ejemplo) y otros más agresivos (para inversión principalmente en acciones) Son más que todo formas de ahorro para la edad de jubilación Igualmente administran los Fondos de Cesantía, que corresponden a un mecanismo establecido por ley que garantiza el pago de la prima de antigüedad e indemnización a los empleados con contrato por tiempo indefinido por parte de los empleadores al que deben afiliarse todas las empresas que cuenten con 5 o más colaboradores y contrato por tiempo indefinido Este fondo se establece en la Ley 44 de 1995 artículo 37 y los aportes son deducibles de la renta gravable

A los empleados se les garantiza la existencia de un fondo para cubrir gastos de indemnización y prima de antigüedad en caso de cese del empleado o de la empresa Los empleados podrán realizar aportes voluntarios al fondo como ahorro propio

### **1 3 3 Los fondos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

A través de la Ley 8 del 6 de febrero de 1997 que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos (SIACAP) se contempla la inclusión de los ahorros realizados con el antiguo FC para empleados públicos en un régimen voluntario basado en cuentas individuales

Con este objetivo se fijó un periodo de transición hasta el 31 de diciembre de 1999 para reconocer beneficios a aquellos que por su edad reclamaran su derecho hasta esa fecha, a partir de la cual el SIACAP pagaría beneficios respectivamente

Se reconocieron las aportaciones realizadas por los empleados y ex empleados publicos alrededor de 234 000 personas<sup>6</sup> hasta el momento de vigencia de la ley a través de bonos negociables emitidos por el Estado cuyo monto inicial para cada servidor publico fue igual a la suma de las respectivas contribuciones efectuadas al FC de Prestaciones Sociales capitalizadas a una tasa de interés compuesto de 5% anual desde la fecha del aporte efectivo a la fecha de emisión de los bonos de reconocimiento el 31 de agosto de 1999

Los aportes hechos hasta 1997 por los servidores publicos dentro del FC se transformaron en cuentas individuales sumando a éstas los nuevos aportes de alrededor de 42%<sup>7</sup> (63 000 personas) del total de funcionarios (150 000) que voluntariamente solicitaron continuar con el descuento de un porcentaje (2% minimo) de su salario bruto mensual con el fin de participar en el nuevo fondo

Además el Estado con base en la Ley 8 articulo 2 contribuye mensualmente al fondo con 0.3% del monto total de salarios mensuales devengados por los empleados afiliados al SIACAP El objetivo de este incentivo es cubrir parcial o totalmente los gastos de manejo de la cuenta Los empleados que retiraron su compromiso de continuar cotizando perdieron automáticamente el incentivo Sin embargo ninguno puede retirar sus acumulados hasta que cumpla con los requisitos de edad y otros relacionados segun la referida Ley 8 de 1997

Segun el articulo 48 del Decreto Ejecutivo N° 27 de 1997 (reformado por el articulo del mismo numero del Decreto N 32 del 6 de julio de 1998) las entidades

---

<sup>6</sup> PALM Mónica *El SIACAP Una carrera de fondo* En Diario La Prensa, Martes Financiero 4 de julio del 2000

<sup>7</sup> IBÍDEM

**administradoras de inversiones deberán garantizar un rendimiento mínimo mensual para los recursos que administran calculado a partir del valor de la cuota de ahorro del SIACAP (este tema se aborda en el Capítulo IV A 3)**

**Las características del Sistema corresponden según la Ley 8 artículo 2 a**

**(1) Edad a diferencia del FC en el cual se requería que adquiriera la edad para jubilarse o ante el evento de una incapacidad permanente en el SIACAP como es un sistema individual donde cada afiliado tiene una cuenta separada, las personas pueden utilizar dicha cuenta si**

- Están pensionados por invalidez o incapacidad permanente por riesgo profesional**
- Tengan por lo menos la edad que requiere la CSS para ser pensionado por vejez**
- A diferencia del FC ante el evento de fallecimiento el beneficiario puede reclamar un monto correspondiente de la cuenta del fallecido**
- Tener por lo menos 50 años las mujeres y 55 años los hombres así como 28 años de servicios como empleado público Esta alternativa es condicionada a que la suma referida a la de la edad mínima de jubilación según la CSS y la ley 8 de 1997 numeral 4 (que habla de repartir el monto de la cuenta individual en pagos mensuales por un estimado de años de vida) corresponda a un monto no menor que el de la pensión que por el mismo número de años de cotización concedería la CSS por vejez Por tanto para poder beneficiarse de esta alternativa, el afiliado tendría que cotizar a más del 2% por mes que es la cotización global**



- (2) Monto de la pensión complementaria en este sistema a diferencia del anterior no se garantiza la porción completa, ya que se recibe lo que ha acumulado en su cuenta individual cotizada en el SIACAP**
- (3) Para cobrar el pago de la cuenta individual el Sistema puede entregar en un solo pago todo el capital acumulado repartir el monto en pagos mensuales de acuerdo a la expectativa de vida y tasa de descuento correspondiente comprar un seguro de renta vitalicio repartir el monto de su cuenta individual en pagos mensuales por un determinado numero de años o una combinación de las modalidades anteriores**
- (4) Los recursos que componen el Sistema, son las contribuciones individuales los réditos por las inversiones y el aporte estatal En este nuevo sistema la rentabilidad de la cuenta pasa a ser importantísima, ya que antes no se lograba elevar los niveles de capitalización**
- (5) El Estado reconoce las contribuciones realizadas a través del fenecido FC a traves de los llamados Bonos de reconocimiento que son la suma de contribuciones más un 5% de interés compuesto desde la fecha de emisión de los bonos el 3 de agosto de 1999**
- (6) Los recursos de cada cuenta son inembargables no son gravables y solo pueden otorgarse en garantía para la adquisición de vivienda**
- (7) El ente regulador y fiscalizador del Sistema, es el Consejo de Administración del SIACAP**
- (8) Segun el artículo 8 de la Ley 8 deberán existir una o más empresas administradoras de inversiones privadas y a nivel publico la perteneciente a la CSS Deberá haber además una empresa privada registradora pagadora**

**(9) Una vez los fondos ingresen en cuentas individuales se constituyen en fondos privados remitidos directamente a las EAFP escogidas**

#### **1 3 4 Las opciones privada y publica para administrar fondos de pensiones**

**Existen varios riesgos en el manejo de los fondos ahorrados en cualquier lugar de los que podemos citar los siguientes riesgos del mercado sea por problemas de un entorno económico difícil tales como períodos de alta inflación o crisis financieras internacionales por ejemplo la acaecida en el 2008 falta de controles y/o su aplicación regulados segun la normativa del pais falta de claridad en la definición del tipo de administración más conveniente sea publica o privada, malas prácticas empresariales capaces de crear pánico de clientes u otras afectaciones graves**

**Por tal motivo observaremos dos temas relacionados referidos a la mejor forma de administrar los fondos segun se oriente a la esfera publica o privada y en el literal siguiente a las experiencias sobre los fracasos conocidos por el mal manejo de recursos financieros en el mercado nacional que a su vez influyen en las dificultades de sostenibilidad de los fondos**

**En paises como Chile (ver numeral 1 2 5 de este capitulo) los FP son de administración o gestión totalmente privada, sin embargo en la mayor parte de naciones su manejo o gestión se efectua dentro de la administración publica**

**En Panamá, con la Ley 8 de 1997 se presenta el rol de gestión del sector privado en el manejo de fondos de pensiones del SIACAP y el esquema financiero del fondo a través de cuentas individuales Estos cambios guardan relación con**

objetivos vinculados a aspectos de carácter fiscal presupuestario y financiero Estos objetivos son

- Necesidad de reducir los déficit fiscales
- Reducción de la deuda externa
- Permitir que el sector publico pueda destinar más recursos a sectores prioritarios de educación salud y vivienda
- Promover y canalizar el ahorro interno con mayor efectividad para el desarrollo del país
- Contribuir al desarrollo dinámico de los mercados de capital
- Lograr los mejores rendimientos posibles para los afiliados
- Promover la competitividad empresarial y el mejoramiento continuo en la calidad de los servicios

De esta manera el estado participa en la economia como ente regulador y el sector privado como gestor de las inversiones y administrador de las cuentas individuales

La experiencia en el manejo de los fondos por la CSS presenta fuertes cuestionamientos a la luz de situaciones de corrupción y otras dificultades planteadas en el punto siguiente (*Fracasos conocidos en el manejo de fondos en Panamá*) Sin embargo el esquema vigente en Panamá, conlleva a que una parte de la administración de los fondos del SIACAP quede en manos de la CSS (artículo 8 de la Ley 8 de 1997) Los fondos de retiro complementario de empleados del sector publico están desde el 7 de julio de 2000 bajo la administración de entidades

privadas (actualmente 2) y de la unidad administrativa denominada Administradora de Inversiones de la CSS

Segun el experto francés Michel Lies miembro de Swiss Reinsurance Company<sup>8</sup> se debe permitir que la seguridad social vaya al sector privado pero el Estado debe tener un compromiso clave para fiscalizar la buena administración de los recursos La función del Estado debe consistir en fijar las reglas y pautas pero sin manejar los fondos

La orientación que implanta la Ley 8 incluye regulación requerida por el Consejo de Administración del SIACAP y recomienda una calificadora de riesgos financieros (artículo 38) la existencia de áuditos por una empresa auditora independiente (artículo 8 numeral 9) y garantizar un rendimiento mínimo sobre los recursos que reciba del SIACAP (artículo 16 numeral 7 de la referida Ley 8)

Segun la referida ley (artículo 8 numeral 8 y artículo 16 numerales 2 y 3) se requerrá también la apertura transparente de la información gerencial de la empresa, al publicar anualmente informes pormenorizados de las actividades tanto del SIACAP como de las entidades administradoras de inversiones relacionadas De esta forma el efecto de privatización parcial del sistema de FP se acercará a lograr excelentes resultados

Con la experiencia de corrupción reportada en bancos y financieras privadas de la localidad y la presentada en la CSS abordados más adelante se considera que ambos sectores (publico y privado) se ven afectados y amenazados por la corrupción

---

<sup>8</sup> TORRES Víctor Dagoberto *El Estado supervisor y la seguridad social* En Diario La Prensa, 30 de octubre de 1999

Las posiciones alternativas en cuanto a la administración de recursos del SIACAP pueden ser básicamente

- Mantener la regulación y administración de FP complementarios como manejo total de la CSS (no se puede con las leyes actuales)
- Separar los roles de supervisor y gestor de los recursos con la participación del gobierno y sector privado respectivamente

El artículo 110 de la Constitución Nacional (ver Capítulo Primero B punto 6 Disposiciones Legales) dice que la ley reglamentará la materia sobre los fondos complementarios por lo tanto la ley 8 como el Decreto Ejecutivo N° 27 se aplican para el caso. En Panamá, se ha implantado la tercera opción mencionada mantener ambos sistemas operando para el manejo de los fondos complementarios de empleados públicos.

Las corrientes de la teoría económica de corte neoliberal plantean como prioridad la privatización de la gestión de los fondos. Según Michel Lies<sup>9</sup> el Estado no debe perder el sentido de responsabilidad frente a la atención de necesidades sociales sin embargo en todo el mundo se está gestando un movimiento dirigido a la privatización del sistema. Pero dice Lies que en Francia los fondos de pensión continúan siendo administrados por el gobierno al igual que en la mayoría de países del continente europeo.

En el 2000 según Jacobo Rodríguez del CATO Institute este movimiento privatizador de fondos empezó a caminar en Estados Unidos porque los fondos de pensiones norteamericanos administrados por el gobierno estaban presentando una

---

<sup>9</sup> TORRES, Op cit

bajísima tasa de rendimiento<sup>10</sup> Según los propios cálculos del gobierno el sistema pasaría a tener un flujo negativo en el 2015 En las varias campañas políticas la reforma del sistema de FP fue uno de los debates candentes En el 2000 el ex candidato a la presidencia de los Estados Unidos de América, señor Al Gore planteó que el objetivo era incentivar el ahorro para jubilación de trabajadores con bajos ingresos a través de cuentas de capitalización individuales apoyadas a través de subsidios del Estado A su vez el ex presidente de ese país señor George Bush planteó en ese entonces la privatización parcial de los fondos

Recientemente con la crisis financiera, se presentaron demandas por pérdidas millonarias basadas en la calificación de productos estructurados originalmente con buenas calificaciones por parte de las principales calificadoras lo que manda señales de preocupación en cuanto a la confianza en las empresas privadas y la privatización

**El mayor fondo publico de pensiones de EE UU ha presentado una demanda en el Tribunal Superior de California contra las tres principales agencias de calificación, Fitch, Standard & Poor s (S&P) y Moody s En su demanda argumenta que podría haber sufrido pérdidas superiores a 1 000 millones de dólares como consecuencia de la debacle sufrida por productos estructurados (SIV) que contaban con las mejores calificaciones crediticias por parte de Fitch Moody s y S&P Los SIV son vehículos de inversión estructurada que incluyen préstamos y deuda, especialmente hipotecas basura y obligaciones colaterales de deuda promovidas por los bancos de inversión <sup>11</sup>**

---

<sup>10</sup> RODRIGUEZ, Jacobo *Que comience el debate de las pensiones en Estados Unidos* del CATO Institute En Diario El Universal del 30 de junio de 2000 página A 21

<sup>11</sup> BLOG LEHMAN BROTHERS (2012) Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

Con posterioridad a la crisis denominada Subprime la situación se torna difícil para los fondos de pensión en Estados Unidos de América, por toda la secuela que ha creado incluso la debilidad en el empleo

En Chile el país que va a la vanguardia en administrar FP privados existe preocupación por la beligerancia y peso que han tomado las EAFP dentro de la economía, al concentrar mucho poder económico. Es un tema que genera mucha polémica a la vez que busca satisfacer los anhelos en el futuro de muchas personas

Por este motivo nos parece que el enfoque adecuado es la participación de los 3 pilares: pensión obligatoria, fondos complementarios y cuentas de tipo solidario (prevención de la pobreza)

En el caso chileno principal referente del tema FP vemos que funcionan 3 grandes pilares descritos en la siguiente cita

**“En el caso chileno el sistema de pensiones está organizado en torno a un esquema de tres pilares básicos: un pilar de prevención de pobreza, un pilar contributivo de naturaleza obligatoria y un pilar de ahorro voluntario. A través de estos componentes, se busca por un lado garantizar que las personas puedan llevar un estándar de vida similar entre la etapa laboral activa y el período de jubilación y por otro se busca eliminar la incidencia de pobreza en la tercera edad o en caso de invalidez. El pilar solidario es el que tiene como objetivo prevenir pobreza en estas situaciones de vulnerabilidad. Este pilar está conformado por una pensión no contributiva, la pensión básica solidaria (PBS) y un complemento a la pensión contributiva, el aporte previsional solidario (APS)”<sup>12</sup>**

Similar enfoque es el panameño que incluye una base de jubilación o pensión obligatoria (de reparto y mixto) y dos para complementar según se quiera ahorrar menos (base inicial de 2%) o más en el sistema especial. De esta manera se colige

---

<sup>12</sup> **BERSTEIN** Op cit página 11

que debe existir una combinación adecuada que vele por la base de reparto solidario y la dinámica que imprime un mercado de capitales bien regulado que permita la sostenibilidad de las cuentas individuales. Unido a ello se vislumbra el tercer pilar de prevención o mitigación de la pobreza asociable con programas como el implantado por la administración del presidente Ricardo Martinelli denominado 100 a los 70 directamente focalizado a las personas ancianas (de 70 años o más) que reciben un subsidio monetario al no disponer de ninguna fuente de ingresos regular.

### **1.3.5 Fracasos conocidos en el manejo de fondos financieros en Panamá**

Con el objeto de establecer referencias relacionadas con el entorno del manejo de fondos en su aspecto negativo que incide en la percepción de los afiliados u otros componentes de la economía nacional principalmente por su relación con los cotizantes de FP complementarios se presentan a continuación casos que fueron noticia de primera plana en los medios de comunicación social del país.

- **Escándalos en la CSS** desde el año 1983 se dan los primeros escándalos sobre el programa de viviendas casos de corrupción en la compra de medicinas y otros. Finalmente fueron condenadas varias personas en primera instancia, entre ellos Abraham Sared entonces director de la CSS y los miembros de la Comisión Evaluadora del Programa Colectivo de Vivienda doctor Ricardo Fábrega, licenciado Martín Burgos y el ingeniero Wallace Ferguson. El fallo del entonces juez segundo de circuito Rogelio Salazar se dictó a mediados de mayo de 1983. Sin embargo fue apelado y el caso paso al



**Segundo Tribunal Superior de Justicia donde se le perdió el rastro La CSS perdió más de 100 millones de dólares**

- **En 1975 durante la época militar panameña, nace la Corporación Financiera Nacional (COFINA) para fomentar el desarrollo de la mediana y gran empresa e iniciar el trámite de grandes préstamos pero el criterio para otorgarlos estuvo basado más en el amiguismo que en prácticas financieras sanas Se otorgaron más de 50 créditos sin suficientes garantías ni la debida supervisión de los proyectos Muchos de los proyectos nunca iniciaron pero los dineros se otorgaron Oscar Navarro industrial y político panameño en 1984 interpuso una querrela criminal contra funcionarios y allegados del presunto peculado por un monto de 80 millones de dolares en perjuicio de la Corporación Despues de 14 años de la denuncia de Navarro los tribunales resolvieron decretar la prescripción de las sumarias**
- **Los casos del Banco de Ultramar y del Banco Interoceánico (INTERBANCO) que cierran en años 1993 y 1994 respectivamente por malos manejos y lavado de dinero**
- **El caso del antiguo banco BANAICO en el año 1996 se destapa uno de los casos más graves debido a malos manejos de un banco contra sus cuentahabientes**

**Panamá no ha escapado a los escándalos financieros empresariales Aquí, todo empezó con el caso Banaico, en donde se detectaron anomalías bancarias deficiencias en los sistemas de control y en la fiscalización de la desaparecida Comisión Bancaria Nacional, además**

**de las pérdidas que sufrieron los cuentahabientes al ver cómo se esfumaban sus ahorros** <sup>13</sup>

- El caso de la Federación de Cooperativas de Panamá (FEDPA) en el año 1997 se descubre un faltante de 22 millones de balboas por sobregiros y préstamos otorgados sin garantía, que afectó a varias cooperativas y agremiados
- El caso Estrellamar/ The Providence en octubre del año 2000 cierra sus puertas Tarjeta de Crédito Estrellamar S A (entidad financiera que operaba mediante tarjetas crédito) al encontrarse sin liquidez para cubrir compromisos debido a que uno de sus clientes principales el Banco DISA retiró B/ 20 0 millones de los fondos depositados en The Providence Corporation entidad financiera captadora de remesas de dinero y asociada con Estrellamar *a pesar de que Disa sabía que The Providence legalmente no podía recibir depósitos o captar fondos porque no contaba con una licencia bancaria.* <sup>14</sup> The Providence sufrió graves pérdidas en la Bolsa de Nueva York tras invertir en acciones de empresas de alta tecnología. Como se observa, ya una de las EAFP contratada por el SIACAP en este caso quedó involucrada en el escándalo del Banco DISA enviando señales de riesgo al afiliado del SIACAP y a otros entes económicos Por su parte tanto *La Superintendencia de Bancos como la Comisión Nacional de Valores, han manifestado que no tienen injerencia en este caso y se han limitado a*

---

<sup>13</sup> REDACCIÓN DE MARTES FINANCIERO *Las razones del fracaso* En Diario La Prensa, Martes Financiero 26 de octubre de 2004 página 16

<sup>14</sup> CASTILLO DUARTE Edith *Interioridades de un contrato* En Diario La Prensa, jueves 9 de noviembre de 2000 página 31 A

*solicitar una investigación en la Procuraduría de la Nación.*"<sup>15</sup> Es extraño que sin ser un banco, The Providence recibiera depósitos de fondos del Banco DISA y que además la Superintendencia de Bancos no tuviera injerencia en esto. Los recursos del SIACAP administrados por la EAFP perteneciente al Grupo DISA, fueron devueltos al SIACAP en su totalidad con sus rendimientos.

- El caso de "The Harris Organization": las entidades financieras del grupo del empresario norteamericano nacionalizado panameño, Marc Harris, que prestaban servicios de formación y administración de sociedades, asesoría en fideicomisos, fondos de inversión internacionales, compraventa de valores, re facturación de transacciones internacionales, servicios de naves y establecimiento de cuentas bancarias tipo "offshore" (extraterritorial), operaron en Panamá, sin licencia.
- Panamá en Lista Negra de GAFI: el Grupo de Acción Financiera (GAFI), nace en el año 1989, con el objetivo de combatir el lavado de dinero y opera en la sede de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico). En abril de 1999, el GAFI incluyó a Panamá junto a otros 34 países, en la llamada "lista negra de paraísos fiscales", por no cooperar en la lucha contra el lavado de dinero proveniente del narcotráfico. Con posterioridad la OCDE reconoce que Panamá cumple con las características para salir de esta lista.

---

<sup>15</sup> **IBIDEM.**

**El 6 de julio de 2011 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) anunció que Panamá ha sido listada en la categoría de jurisdicciones que han implementado sustancialmente los estándares internacionales acordados respecto a transparencia e intercambio de información, convirtiéndose en el Estado N° 39 en obtener dicha calificación desde que se emitiera el primer reporte en abril de 2009 <sup>16</sup>**

- **Más recientemente podemos mencionar hechos como el relacionado con la liquidación de la Cooperativa de Ahorros y Créditos de la CSS siglas COACECSS y los problemas de la casa de valores Financial Pacific (FP) ambos por malos manejos detectados tarde La primera regulada por el Instituto Panameño Autónomo Cooperativo (IPACOOOP) y la segunda por la Superintendencia del Mercado de Valores**

**“El proceso de liquidación consiste en vender los alrededor de 112 millones de dólares que la entidad tiene en activos para cancelar sus pasivos, incluyendo los depósitos de todos sus ahorristas ( ) El drama de Coacecs ha generado una fuerte confusión entre sus depositantes aun anonadados al ver cómo una institución histórica, recipiente de sus depósitos y ahorros de toda su vida, desaparecerá ”  
<sup>17</sup>**

**Se menciona la baja regulación que presentan las cooperativas con una falta de mecanismos de control crediticio que generó un desbalance entre depósitos y prestamos por un monto de B/ 35 0 millones**

<sup>16</sup> **DELOITTE Panama Tax News** *Panamá sale de la lista gris de la OCDE”* julio de 2011 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

<sup>17</sup> **ACOSTA P Alfonso** *Estudian proceso para liquidación* En Diario La Prensa, Economía y Negocios 22 de abril de 2013

Con relación al caso de la casa de valores FP el regulador (SMV) detectó un faltante de B/ 12 0 millones que luego fue repuesto pero es un proceso aun vigente y con muchas complicaciones

Todos los casos presentados influyen en el aspecto negativo de la percepción de los afiliados actuales y potenciales del sistema financiero incluida la actividad de fondos de pensiones lo que debe mover al Estado hacia una mayor dinámica en el establecimiento de regulaciones adecuadas y oportunas que le den agilidad y seguimiento a las actividades del sector financiero por su gran diversificación dinámica y manejo de grandes montos de capital privado

## **2 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO**

### **2 1 Planteamiento del Problema**

El presente trabajo estudia los principales aspectos de la administración la regulación y la capitalización de los fondos complementarios para jubilación y otras formas de pensión de los empleados publicos afiliados al Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Publicos (SIACAP) llevadas a cabo en la actualidad por dos (2) empresas privadas y una publica, de acuerdo con la Ley que regula dicho sistema. De existir malos manejos de este sistema de administración de fondos que inicia con B/ 435 0 millones (en bonos de reconocimiento fueron B/ 395 0 y en efectivo B/ 40 0 millones) y que a diciembre de 2012 presentó un patrimonio total de B/ 644 6 millones se generaria un descalabro significativo que pondria en riesgo el bienestar esperado por una parte importante de la familia panameña (los empleados o ex empleados publicos) que afectaria la confiabilidad de

nuestras instituciones financieras y desperdiciaria la oportunidad de acceder a incomparables fuentes de financiamiento interno de largo plazo y estabilidad que favorecen una mayor independencia crediticia nacional sobre el exterior

¿Cómo podemos determinar el adecuado funcionamiento de este sistema, con los diversos componentes que interactúan no siempre en la misma sintonía?  
¿Sirven los mecanismos existentes para garantizar la continuidad apropiada y confiable del sistema?

Las entidades claves para el seguimiento del desempeño de los recursos pertenecientes a los afiliados del SIACAP están el Consejo de Administración (CODA) del SIACAP la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMV) y las calificadoras de riesgo crediticio

A partir de un proceso pre calificador según la Ley N° 8 de 6 de febrero de 1997 (artículo 8) y los programas desarrollados por las Empresas administradoras de inversiones sobre la administración y capitalización de ahorros a nivel de empleados públicos o privados se inició la actividad de administración de fondos financieros que ofrece un importante potencial económico al generar ahorro interno de largo plazo utilizable en grandes proyectos necesarios para el desarrollo nacional

Este trabajo considera la operación del fondo del SIACAP a partir de la actividad de gestión y regulación del Estado así como por las empresas administradoras de estos recursos observa además su entorno de mercado examina su capacidad para la administración financiera de fondos tomando como referencia sus antecedentes respaldo económico financiero dinámica en los programas de

inversión de fondos y los principales resultados obtenidos de sus informes contables y otros

Es un proceso complejo en el que se observa además la situación de la empresa registradora pagadora de los fondos del SIACAP y su relación con los afiliados y con las EAFP

Se examinan además los portafolios de inversiones la diversificación de la cartera, el comportamiento mensual de los rendimientos igualmente se determina el efecto que las características del entorno legal regulatorio e institucional tienen sobre el desempeño de las EAFP del SIACAP

Los Fondos de Pensiones representan el más fuerte generador de ahorro interno en una economía, que facilita las inversiones de largo plazo Si tomamos como ejemplo Chile veremos el impacto económico de los mismos

**“Un 70% del Producto Interno Bruto (PIB) chileno llegaron a representar en abril de este año los fondos de pensiones al sumar US\$ 157 226 millones La cifra es la más alta en la historia del sistema luego de que en 2010 la relación llegara al 67% ( )**  
**Aun más, si se añaden a los fondos de pensiones los US\$ 41 mil millones que administran las compañías de seguro para el pago de pensiones a los jubilados, el sistema previsional se acerca a los US\$ 200 000 millones y representa un 89% de los US\$ 221 mil millones que alcanzó el PIB al cierre de 2010 (considerando el tipo de cambio al 30 de abril de 2011) ”<sup>18</sup>**

A partir de la legislación que crea el SIACAP en 1997 se amplían las posibilidades de las empresas administradoras de fondos y se da un incremento en las operaciones de la Bolsa de Valores de Panamá, S A principalmente en las primeras

---

<sup>18</sup>**CÁRCAMO Héctor** *Fondos de pensiones ya representan 70% del PIB* Diario La Tercera, Republica de Chile edición del 11 de mayo de 2011 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet.

oportunidades del mercado secundario (transacciones con valores posteriores a la emisión o primera salida del título valor) aunado a mayores ocasiones de beneficios de los afiliados panameños a fondos de pensión aparte de los de la seguridad social

Por ser una actividad de fe publica, se requiere verificar el papel que el Estado juega al regular la operación de las empresas para garantizar el buen manejo de fondos y evitar la afectación de los patrimonios y el futuro bienestar esperado por los empleados publicos afiliados

Visto todo lo anterior nos preguntamos

- 1) ¿Cómo son los procesos administrativos financieros del SIACAP en los años 2007 12?
- 2) ¿Qué regulaciones enmarcan la administracion financiera del SIACAP para los años 2007 12?
- 3) ¿Cómo se realiza la administración financiera del SIACAP por parte de las empresas administradoras de inversiones?

Con el objeto de disponer de un diagnóstico inicial a continuación se muestra un esquema comparativo sobre la situación actual y las perspectivas de la actividad en estudio

#### **Esquema N° 2**

#### **COMPARATIVO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES, VERSUS EL PRONÓSTICO DE SU FUTURO**

<b>SITUACIÓN ACTUAL</b>	<b>PRONÓSTICO</b>
1 Con el SIACAP se amplió la	1 Se espera que continúe y se consolide



<p>capacidad para generar fondos de pensiones orientados a mejorar los montos de jubilaciones de los trabajadores y cotizantes llevados a cabo por empresas administradoras financieras privadas y se fortalecieron las actividades de FP Existen 3 empresas administradoras de fondos registradas en la Superintendencia del Mercado de Valores orientadas a las necesidades de empleados o patronos del sector privado y una entidad administrada por el estado (CSS) que funge por Ley como Administradora de Fondos de Pension orientada hacia el SIACAP</p>	<p>la fortaleza y popularidad de las actividades de administración de FP debido al buen desempeño alcanzado la transparencia, la rentabilidad y la situación siempre preocupante de los fondos de la seguridad social Un elemento que pudiera dar limitaciones es el comportamiento del empleo publico sin embargo el adecuado seguimiento y las legislaciones adaptables a futuro permiten que se observe un panorama confiable</p>
<p>2 Existe un mercado de valores en desarrollo cuyos indicadores observables reflejan dinamismo cada año incluso el mercado secundario que se ve favorecido por la existencia de fondos de pensiones que dan a</p>	<p>2 El fortalecimiento de las actividades de las EAFP debe contribuir a facilitar el desarrollo del mercado secundario Además con la operación de calificadoras de riesgo y la nueva Superintendencia del Mercado de Valores entre otras posibles</p>

Panamá, una mayor fuerza para crecer como un centro financiero	ventajas se favoreciera el aumento del mercado secundario en la BVP
3 El SIACAP registró un patrimonio de B/ 644 6 millones a diciembre de 2012	3 Las empresas deben programar la promoción y ampliación de su mercado dado que algunos críticos cuestionan la privatización de la administración de fondos
4 Existe desconfianza natural de los afiliados por la incertidumbre normal y la complejidad de la actividad aparte del acceso difícil a veces de información fluida, tanto del sector privado como del público	4 Con el fortalecimiento de las EAFP a través de promoción organización buenos rendimientos comparados existencia cercana de calificadoras de riesgo financiero y adecuada regulación del estado se debe reducir esta desconfianza
5 Durante mucho tiempo a nivel mundial existe una discusión sobre qué sector maneja mejor estos fondos asignados lo que crea igualmente desconfianza.	5 Se vislumbra que el papel de las EAFP debe incrementarse dado su impacto en el sector financiero buen manejo de fondos buenos rendimientos leyes adecuadas y un entorno coordinado
6 La Ley permite la inversión de fondos de pensiones en instrumentos emitidos	6 La inversión de FP en el extranjero en valores con grado de inversión es

<p>o garantizados por estados extranjeros debidamente calificados y de organismos multilaterales (artículo 5 de la Ley 60 de 11 de octubre de 2010) Sin embargo en el portafolio de las empresas se observa poca orientación hacia el exterior de sus inversiones</p>	<p>clave para las empresas administradoras de fondos Si bien es una medida de protección nacional la diversificación logrará mejorar los rendimientos y aminorar los riesgos actuales siempre que se cumpla con los parámetros legales del grado de inversion</p>
<p>7 El afiliado recibe la comunicación de su cuenta del fondo SIACAP pero desde el inicio han existido fallas que afectan la confianza y promoción del ahorro previsional dada una tendencia consumista del panameño</p>	<p>7 Si se mejora la comunicación efectiva y fluida a través de la empresa registradora pagadora, de verificar el recibo de los informes y realizar encuestas de opinión a los afiliados aumentará la tranquilidad y confianza de los abonados</p>
<p>8 Las empresas de administración de fondos al SIACAP aparte de los problemas mencionados en el Capítulo Primero sobre la Administradora perteneciente al Banco DISA y otros han presentado estabilidad en sus resultados y cumplen con una adecuada administración</p>	<p>8 El control y legislación relacionada con el fondo y empresas del SIACAP asociado con la regulaciones del CODA y de la Superintendencia del Mercado de Valores a través de la Unidad Técnica de Pensiones (UTP) deben mantener el buen desempeño demostrado a la fecha</p>

9 Los rendimientos acumulados promedio desde el inicio del SIACAP son buenos y corresponden a 7 4699% a diciembre de 2012	9 Los resultados dan buenas señales y se espera que las empresas den el adecuado seguimiento para asegurar el futuro de la actividad
---	--

Fuente Cuadro elaborado por el autor a partir de datos de varias fuentes bibliográficas

## **2.2 Objetivo General**

Determinar las características y confiabilidad de la administración financiera del SIACAP en la Republica de Panamá, durante el periodo 2007-12

## **2.3 Objetivos Especificos**

2.3.1 Analizar los procesos administrativos financieros del SIACAP en la Republica de Panamá, para los años 2007-12

2.3.2 Evaluar las regulaciones que enmarcan la administración financiera del SIACAP en la Republica de Panamá, para los años 2007-12

2.3.3 Examinar la administración financiera de los fondos del SIACAP en la Republica de Panamá, para los años 2007-12

## **2.4 Aspectos Metodológicos**

El método de trabajo tiene una orientación descriptiva, que busca determinar la situación administrativa, regulatoria y financiera del fondo de ahorros y capitalización denominado SIACAP considerando las características de la entidad publica reguladora y leyes existentes los procesos de selección de las EAFP el entorno de mercado financiero los resultados generados en informes financieros y

otras informaciones que permitan observar la solvencia, estabilidad y continuidad del sistema y el referido fondo.

En este sentido se realizaron los siguientes pasos:

- Revisar la legislación existente para determinar las características requeridas de las empresas administradoras y otras relacionadas con la actividad del fondo SIACAP.
- Realizar entrevistas con funcionarios del SIACAP, relacionadas con aspectos de la administración, regulación y otros, del referido sistema.
- Extraer información de textos que consideraran temas de interés para el trabajo a desarrollar.
- Obtener datos para los análisis de composición del portafolio y rendimientos logrados.
- Recopilar y analizar datos disponibles del SIACAP y la SMV, de los estados financieros de las empresas y del fondo.

## **2.5. Marco Teórico**

La importancia de determinar el marco teórico para la investigación, facilita su desarrollo y evita demoras en la disposición de documentación sobre los hechos estudiados.

**"La elaboración del *marco teórico* comprende dos etapas: 1) la revisión de la literatura correspondiente y 2) la adopción de una teoría o desarrollo de una perspectiva teórica."**<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> HERNÁNDEZ SAMPIERI, Roberto: "*Metodología de la Investigación*", página 23.

### 2.5.1. Revisión de la literatura

En primera instancia se efectuó una revisión de textos basada en la secuencia de temas más relevantes identificados, según el objetivo del estudio, que corresponden a:

- 2.5.1.1. La administración financiera
- 2.5.1.2. La administración de fondos de pensiones
- 2.5.1.3. El desarrollo del mercado de valores secundario
- 2.5.1.4. El portafolio y el riesgo
- 2.5.1.5. La rentabilidad y el rendimiento

Los dos primeros, sobre el tema de la administración financiera; el tercero, que toca lo relevante con relación al entorno del mercado; y los dos últimos, aborda aspectos claves de la administración financiera per se, referidos al portafolio, riesgo, rentabilidad y rendimiento, como instancias de la inversión y capitalización de recursos.

#### 2.5.1.1. La administración financiera

La administración financiera, comprendida dentro del estudio de las finanzas, abarca tres áreas:

**“El estudio de las finanzas consta de tres áreas interrelacionadas: 1) mercados e instituciones financieras, que trata de un gran número de los tópicos que se cubren en la macroeconomía; 2) inversiones, la cual se centra en las decisiones de los individuos y en las instituciones financieras y de otro tipo cuando eligen valores para sus carteras de inversiones, y 3) administración financiera, o “finanzas de los negocios”, que se refiere a la administración real de la empresa.”<sup>20</sup>**

---

<sup>20</sup> BESLEY, Scott y Eugene Brigham: *“Fundamentos de Administración Financiera”*, página 3.

El mercado de los servicios financieros está conformado por las instituciones financieras, que incluyen a bancos, cooperativas, compañías de seguros, ahorro y préstamos, entre otras y las inversiones financieras, son el área de las finanzas enfocada a las decisiones que toman las empresas y personas, cuando eligen los valores que conformarán sus portafolios de inversión. La administración financiera, se enfoca en las decisiones de las empresas, respecto a sus flujos de efectivo.

Dentro de la administración financiera, es relevante la función de los administradores financieros en la toma de decisiones:

**“La administración financiera se refiere a la adquisición, el financiamiento y la administración de activos, con algún propósito general en mente. Entonces, la función de los administradores financieros en lo tocante a la toma de decisiones, se puede dividir en tres grandes áreas principales: las decisiones de inversión, las de financiamiento y las de administración de los activos.**

**Decisiones de inversión. La decisión de inversión, es la más importante de las tres decisiones principales de las firmas cuando se trata de crear valor. Comienza con la determinación del total de activos que necesitan poseer las empresas.”<sup>21</sup>**

De esta primera temática sobre las finanzas, se enfocó el presente trabajo sobre el estudio de la administración financiera del Fondo del SIACAP, considerando el mercado y las instituciones financieras (lo cual se presenta en el Capítulo Primero); la administración de las empresas administradoras (que se trata en el Capítulo Tercero) y las inversiones financieras (que se muestran en el Capítulo Cuarto).

---

<sup>21</sup> VAN HORNE, James C. y John Wachowicz Jr.: *“Fundamentos de Administración Financiera”*, página 2.



#### 2.5.1.2. La administración de Fondos de pensiones

Al estudiar el tema de los Fondos de Pensiones, los profesores Besley y Brigham, los definen:

**"Los fondos de pensiones son planes de retiro financiados por corporaciones o por agencias del gobierno para sus trabajadores, administrados principalmente por los departamentos de fideicomisos de los bancos comerciales o por las compañías de seguros de vida. Los fondos de pensiones invierten principalmente en instrumentos financieros a largo plazo como bonos, acciones, hipotecas y bienes y raíces."**<sup>22</sup>

Es importante reconocer la naturaleza de largo plazo que poseen los FP, tal como se refiere a continuación:

**"Debido a que sus pasivos son de largo plazo, los fondos de pensión pueden invertir en valores de largo plazo. Así, hacen fuertes inversiones en acciones y bonos corporativos. De hecho, los fondos de pensión son los únicos inversionistas institucionales en acciones corporativas más grandes que existen."**<sup>23</sup>

Existe un fuerte impacto de los FP en las economías nacionales, principalmente por su característica de capital de largo plazo, útil para financiar grandes obras a través de la compra, entre otros, de acciones y bonos de empresas o estatales.

Se obtuvo además información de Internet en Chile, España, México y otros e igualmente, noticias a nivel nacional e internacional, sobre la relevancia del tema en diversos países del mundo, tales como Costa Rica, El Salvador y Estados Unidos. Entre las situaciones internacionales, resaltan los éxitos de las EAFP, principalmente en Chile, México y El Salvador.

---

<sup>22</sup> BESLEY y otro, Op. cit., página 48.

<sup>23</sup> IBÍDEM.



Los Fondos de Pensiones permiten el financiamiento de grandes proyectos de inversión debido al volumen de recursos que acumulan que les permite ser los mayores inversionistas institucionales en un país. La posibilidad de los Fondos de Pensiones de aportar grandes cantidades de recursos al financiamiento de diversas inversiones permite a las empresas sustituir el financiamiento bancario de sus proyectos por financiamiento proveniente de los fondos de pensiones que adquieren títulos de capital o deuda de dichas empresas en la búsqueda de capitalizar o incrementar el fondo.

En los estudios del Banco Mundial sobre los FP se favorece el sistema de contribución definido (tipo pilar de cuentas individuales) con respecto al de beneficio definido (tipo pilar de reparto o solidario) dadas las tendencias crecientes de envejecimiento en la población mundial y la competitividad que permite incrementar fuertemente el capital de los fondos.

**“La competencia mundial y las tendencias de envejecimiento demográficas están dando lugar a la adopción generalizada de planes de contribución definida, como el vehículo más importante para los ahorros de jubilación tanto en las economías desarrolladas como las en desarrollo. Sin embargo, la experiencia de la forma en que los miembros de estos fondos optan por ahorrar e invertir a través de estos planes ha sido desigual, en particular para los trabajadores en el extremo inferior de la distribución de los niveles de educación e ingresos donde pocas opciones de ahorro e inversión parecen ser comunes”<sup>24</sup>**

Pero igualmente reconocen que es ideal el Sistema Multipilar que combina posibilidades de eficiencia y libertad de elegir al afiliado con el básico de reparto por

---

<sup>24</sup> HINZ, Richard Heinz P Rudolph Pablo Antolin y Juan Yermo (Editores) *Evaluación del desempeño de los Fondos de Pensión* Banco Mundial página 238

lo que es improductivo un debate entre si es mejor el sistema o plan de beneficio definido (PBD), respecto al de la contribución definida (PCD), dado que un buen diseño de pensiones, debe contener elementos de ambos planes.

**“Inevitablemente, la cuestión que se plantea es si los sistemas de pensiones de capitalización pueden y deben ser invitados a reunir las metas de adecuación de beneficios y consumo mínimo. De hecho, en muchos de los proyectos más influyentes del Banco Mundial que se han realizado en los últimos 20 años, se suele argumentar que los pilares múltiples, podrían satisfacer mejor estas necesidades.”<sup>25</sup>**

Igualmente el referido organismo internacional, considera los riesgos que presenta la existencia en los países, de un sector informal importante, que afecta la estabilidad en las aportaciones y por tanto su rendimiento. Por último, plantean llevar los sistemas de cuentas individuales, a la apertura de decisiones por el cotizante, de buscar el tipo de riesgo que él quiera asumir, versus diseñar sistemas que garanticen patrones de inversión en la edad inicial del trabajador por inversiones más agresivas (acciones) y en la edad más madura, inversiones más pasivas (caso de los bonos), todo lo que depende de la legislación que defina cada región o país.

En este sentido, los FP representan, por una parte, la alternativa del jubilado, para retirarse con mayores ingresos y por la otra, favorecen la inversión de largo plazo que facilita el desarrollo nacional.

A nivel de enfoques, en su momento inicial en diversas partes e igual en Panamá, se presentaron divergencias en cuanto a la amenaza de privatizar la seguridad social, total o parcialmente, generando críticas a la creación del SIACAP,

---

<sup>25</sup> **IBIDEM**, página 253.

que de fondo complementario administrado a nivel publico por la CSS pasaba a ser administrado principalmente por la empresa privada.

Actualmente no han variado muchas de las reservas y diferencias de posturas sobre la existencia y manejo de los FP pero se ve cada vez más adecuado el sistema multipilar que combina un pilar solidario o de reparto con uno de cuentas de ahorro individual y otro enfocado a compensar la pobreza a través de transferencias directas focalizadas a los ancianos sin ingresos por ejemplo el subsidio dado por el Estado conocido desde el año 2009 como B/ 100 00 a los 70 años

### 2 5 1 3 El desarrollo del mercado de valores secundario

En cuanto a la importancia del mercado secundario como elemento clave para el éxito de la intermediación financiera, incluida en ella la actividad de los FP primeramente definimos que son los mercados financieros y a continuación las clases de mercados secundarios

**“Los mercados financieros funcionan como *mercados primarios* y secundarios para títulos representativos de deuda y valores de capital El término mercado primario se refiere a la venta original de valores por los gobiernos y las corporaciones Los *mercados secundarios* son aquellos donde esos valores se compran y se venden después de la venta original Por supuesto, las acciones se emiten solo mediante las corporaciones Y tanto estas como los gobiernos emiten los títulos representativos de deuda.”<sup>26</sup>**

**”Aun cuando una corporación participa de manera directa sólo en una operación de mercado primario (cuando vende valores para reunir efectivo) los mercados secundarios siguen siendo cruciales para las grandes corporaciones La razón es que los inversionistas están mucho más dispuestos a comprar valores en una operación de**

---

<sup>26</sup> ROSS Stephen A Randolph W Westerfield y Bradford D Jordán “*Fundamentos de Finanzas Corporativas*” 2010 página 14

**mercado primario cuando saben que esos valores se pueden revender más adelante si así lo desean.”<sup>27</sup>**

**“Hay dos clases de mercados secundarios: los mercados de subasta y los mercados de intermediación. En términos generales, los intermediarios compran y venden por ellos mismos, bajo su propio riesgo. (...) Los mercados de subasta difieren de los de intermediación en dos formas. En primer lugar, un mercado de subasta o bolsa de valores tiene una ubicación física (como Wall Street). En segundo, en un mercado de intermediación, el intermediario realiza la mayoría de las compras y las ventas.”<sup>28</sup>**

Los mercados financieros tienden a confundirse con lugares físicos, sin embargo son más bien mecanismos que facilitan las transacciones financieras en diversa escala:

**“Los mercados financieros no son lugares físicos sino mecanismos para canalizar el ahorro a los inversionistas finales en activos.”<sup>29</sup>**

**“Los mercados financieros pueden dividirse en dos: de dinero y de capital. El mercado de dinero tiene que ver con la compra-venta de instrumentos gubernamentales (vencimiento original de menos de un año). En el mercado de capital se manejan instrumentos de deuda y valores especulativos (por ejemplo, bonos y acciones) de plazo relativamente largo (vencimiento original de más de un año).”<sup>30</sup>**

Un mercado secundario organizado por excelencia, lo es el de los Estados Unidos de América, cuyas características ilustran su magnitud y complejidad:

**“Las acciones de capital de casi todas las grandes empresas de Estados Unidos cotizan en mercados de valores organizados. El más grande de ellos es la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE, siglas de New York Stock Exchange), que da razón de más de 85% de todas las acciones negociadas en mercados de subasta. (...) Además de las bolsas de valores, hay un gran mercado OTC (*over the counter*) para**

---

<sup>27</sup> **IBÍDEM**, página 15.

<sup>28</sup> **IBÍDEM**

<sup>29</sup> **VAN HORNE** y otro, Op. cit., página 24.

<sup>30</sup> **IBÍDEM**

**las acciones En 1971 la National Association of Securities Dealers (NASD) puso a disposición de intermediarios y corredores un sistema de cotizaciones electrónicas llamado NASDAQ (que originalmente se llamaba NASD *Automated Quotations System* Sistema Automatizado de Cotizaciones de la NASD) ”<sup>31</sup>**

Dentro de los mercados financieros la presencia de los FP tiene gran importancia

**“Los inversionistas institucionales tales como los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos poseen entre 45 y 50% de todas las acciones comunes Sin embargo, estas instituciones compran y venden en forma muy activa por lo tanto, efectúan más de 75% de las transacciones De este modo los inversionistas institucionales tienen una fuerte influencia sobre los precios de las acciones individuales ”<sup>32</sup>**

En el interés de ilustrar la importancia clave de promover la operación efectiva de los mercados secundarios en la economía, podemos observar que

**“La existencia de lotes de autos usados permite considerar la posibilidad de adquirir un automóvil nuevo, porque se cuenta con un mecanismo para vender el vehículo cuando ya no se quiere tenerlo De igual forma, la existencia de un mercado secundario fomenta la compra de valores nuevos por parte de personas e instituciones Con un mercado secundario viable, los compradores de valores financieros tienen comerciabilidad Si el comprador tiene que vender un valor en el futuro podrá hacerlo Entonces la existencia de un mercado secundario fuerte fomenta la eficiencia del mercado primario ”<sup>33</sup>**

Los mercados secundarios son reconocidos por varios autores como determinantes para la dinámica y efectividad del mercado financiero Le dan seguridad al comprador del mercado primario de que podrá colocar los títulos

---

<sup>31</sup> ROSS y otros Op cit página 15

<sup>32</sup> BESLEY y otro Op cit. página 734

<sup>33</sup> VAN HORNE y otro Op cit página 24

adquiridos de requerirlo en el mercado secundario. Para la administración de FP es conveniente la dinámica que crea el mercado secundario dado que manejan fondos de largo plazo y pueden así recorrer varias manos y generar respuestas alternativas según requieran las empresas del mercado.

#### 2.5.1.4 El portafolio y el riesgo

El manejo de riesgos por los inversionistas obliga a organizar mecanismos que faciliten el seguimiento y dinámica de las inversiones y es en ese sentido que se recomienda la existencia del portafolio financiero.

**“Los inversionistas pocas veces utilizan toda su riqueza en un solo activo o inversión. Más bien crean un portafolio o grupo de inversiones.”<sup>34</sup>**

En cuanto al tamaño del portafolio y su diversificación observemos que

**“Sin embargo, en realidad la mayor parte de los inversionistas posee un portafolio de activos. Esto quiere decir que los inversionistas tienen más de una sola acción, bono o cualquier otro activo. Conocido este hecho, el rendimiento de los portafolios y sus riesgos son de gran relevancia.”<sup>35</sup>**

Podemos comentar que el CODA del SIACAP publica mensualmente el portafolio, patrimonio y rendimiento de ese fondo por entidad tal como se presenta más adelante en el Capítulo Cuarto.

Con relación a definir un rendimiento esperado por los inversionistas vemos que es un promedio ponderado de sus componentes.

**“El rendimiento esperado de un portafolio simplemente es el promedio de los rendimientos esperados de los títulos que forman parte de ese portafolio. Los ponderadores son iguales a la proporción de fondos totales invertidos en cada título (los valores relativos deben**

---

<sup>34</sup> IBÍDEM página 99

<sup>35</sup> ROSS y otros Op cit página 405

sumar 100%) La fórmula general para el rendimiento de un portafolio  $R_p$  es la siguiente <sup>36</sup>

$$\bar{R}_p = \sum_{j=1}^m W_j \bar{R}_j$$

Donde  $\bar{R}_p$  = Rendimiento esperado de un portafolio

$W_j$  = Proporción del total de fondos invertidos en un Valor  $j$

$\bar{R}_j$  = Rendimiento esperado del valor  $j$

$m$  = numero total de diferentes valores en el portafolio

En cuanto al riesgo y sus partes veamos la importancia de considerarlos

**“El objetivo de estudiar el riesgo y el rendimiento es doble En primer lugar el riesgo es una consideración muy importante en casi todas las decisiones de negocios por esto hay que analizar cuál es el riesgo y como lo recompensa el mercado El segundo propósito es saber qué determina la tasa de descuento apropiada de flujos de efectivo futuros ( ) La línea de mercado de valores indica la recompensa por correr un riesgo en los mercados financieros Como mínimo, cualquier nueva inversión de una empresa debe ofrecer un rendimiento esperado que no sea peor de lo que ofrecen los mercados financieros por el mismo riesgo La razón es que los accionistas siempre pueden invertir ellos mismos en los mercados ”<sup>37</sup>**

El riesgo total del portafolio lo componen dos elementos el riesgo sistemático y el no sistemático

Veamos a continuación la definición del concepto riesgo y un de sus componentes el riesgo de inversión que posee un efecto de sorpresa, el cual puede y ser medido

<sup>36</sup> IBIDEM página 99

<sup>37</sup> IBIDEM página 427



**“Riesgo: Probabilidad de que ocurra un resultado distinto al esperado. (...) Por lo tanto, el riesgo de la inversión puede medirse por medio de la variabilidad de los rendimientos de la inversión.”<sup>38</sup>**

Otro punto importante en el estudio del riesgo financiero, lo es la disponibilidad y tipo de información necesaria:

**“La parte no esperada del rendimiento, que deriva de las sorpresas, constituye el verdadero riesgo de una inversión. Después de todo, si siempre se recibiera con exactitud lo esperado, la inversión sería del todo previsible y, por definición, sin riesgos. En otras palabras, el riesgo de poseer un activo viene de las sorpresas, es decir, los sucesos no anticipados.**

**(...) Los anuncios sobre tasas de interés o PIB son importantes para todas las empresas, mientras que las noticias sobre el presidente de Flyers, sus investigaciones o sus ventas son de interés particular de esta empresa. Hay que distinguir entre estas dos clases de hechos porque, como se verá, tienen implicaciones distintas.”<sup>39</sup>**

Existen dos clases de riesgos:

**“La primera forma de sorpresa, que afecta a muchos activos, se llama *riesgo sistemático*. Un riesgo sistemático es el que influye en muchos activos, en mayor o menor medida. Como los riesgos sistemáticos tienen efectos en todo el mercado, se llaman también riesgos de mercado.**

**El segundo tipo de sorpresa se llama riesgo no sistemático. Un *riesgo no sistemático* es aquel que afecta a un solo activo o un grupo pequeño de ellos. Como estos riesgos son únicos para empresas o activos individuales, a veces se conocen como riesgos únicos o específicos.”<sup>40</sup>**

La ventaja alternativa para reducir el riesgo es tener buena cobertura:

**“He aquí una observación importante: si se conserva una sola acción, el valor de la inversión va a fluctuar debido a hechos específicos de la empresa. En cambio si el portafolio es grande, parte de las acciones**

---

<sup>38</sup> BESLEY y otro, Op. cit., página 206.

<sup>39</sup> ROSS y otros, Op. cit., página 411.

<sup>40</sup> IBÍDEM.



**aumentarán de valor a causa de acontecimientos positivos y otras disminuirán de valor debido a acontecimientos negativos. Sin embargo, el efecto sobre el valor general del portafolio será más bien pequeño, porque los efectos individuales se anulan unos a otros.”<sup>41</sup>**

Este viene a ser el llamado proceso de diversificación del portafolio, que se explica a continuación:

**“El proceso de repartir una inversión en activos (y con ello formar un portafolio) se llama diversificación. El principio de la diversificación establece que repartir la inversión en muchos activos elimina parte del riesgo.”<sup>42</sup>**

Es esta diversificación la que permite minimizar el riesgo no sistemático (el propio de la empresa o inversión específica):

**“El riesgo no sistemático se elimina en forma considerable por la diversificación, así que un portafolio con muchas acciones casi no tiene riesgos no sistemáticos.”<sup>43</sup>**

Sin embargo la diversificación no funciona con relación al riesgo sistemático:

**“¿Qué ocurre con el riesgo sistemático? ¿También puede eliminarse por la diversificación? La respuesta es negativa porque, por definición, un riesgo sistemático afecta en cierta medida a casi todos los activos. Por lo tanto, al margen de los activos que haya en un portafolio, el riesgo sistemático no se suprime.”<sup>44</sup>**

La economía en general afecta el riesgo sistemático, o sea del sistema económico, en tanto que el no sistemático es originado por la empresa:

**“Como se ha visto, las incertidumbres sobre las condiciones económicas generales, como el PIB, tasas de interés o inflación, son ejemplos de riesgos sistemáticos. Estas condiciones afectan en cierto grado a casi todas las empresas. (...) Estas fuerzas a las que son susceptibles todas las empresas constituyen la esencia de los riesgos**

---

<sup>41</sup> IBÍDEM, página 415.

<sup>42</sup> IBÍDEM, página 413.

<sup>43</sup> IBÍDEM, página 415.

<sup>44</sup> IBÍDEM.

sistemáticos. En contraste, el anuncio de una huelga petrolera en una empresa afectará sobre todo a esa empresa y, quizá, a algunas otras (como los principales competidores o proveedores). No es probable que tenga mucho efecto en el mercado mundial del petróleo ni en los asuntos de empresas que no están en este sector de la economía, así que es un acontecimiento no sistemático.”<sup>45</sup>

Por ese motivo los inversionistas se van a interesar más por el riesgo de su portafolio que por el de sus acciones individuales:

**“La mayoría de los inversionistas racionales que mantienen carteras de acciones están más interesados en los riesgos de sus carteras que en los riesgos de las acciones individuales.”<sup>46</sup>**

La tasa de rendimiento requerida de un valor, puede cambiar basada en los siguientes acontecimientos o eventos que se presenten:

**“A pesar de que la tasa esperada de rendimiento de una acción es generalmente igual a su rendimiento requerido, puede suceder un cierto número de acontecimientos que ocasione que la tasa requerida de rendimiento cambie: 1) la tasa libre de riesgo puede cambiar, debido al advenimiento de cambios en la inflación anticipada; 2) el beta de una acción puede cambiar, o 3) la aversión de los inversionistas hacia el riesgo puede cambiar.”<sup>47</sup>**

Dado un rendimiento esperado, su dispersión o variabilidad se mide a través del llamado estadístico de **Desviación estándar**, definido como el:

**“Parámetro estadístico de la variabilidad de una distribución en torno a su media. Es la raíz cuadrada de la varianza.”<sup>48</sup>**

El estudio del riesgo, a su vez se refuerza en la variabilidad que refleje el rendimiento esperado:

---

<sup>45</sup> **IBÍDEM**, página 411.

<sup>46</sup> **BESLEY** y otro, Op. cit., página 240.

<sup>47</sup> **IBÍDEM**, página 241.

<sup>48</sup> **VAN HORNE** y otro, Op cit., página 95.

**“El parámetro convencional de dispersión es la desviación estándar. Cuanto mayor sea la desviación estándar de los rendimientos, más elevada será la variabilidad de éstos últimos y mayores los riesgos de las inversiones. La desviación estándar  $\sigma$ , se puede expresar matemáticamente de la siguiente manera <sup>49</sup>**

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - R_p)^2 (P_i)}$$

**Donde**

$\sigma$  = Desviación estándar

$\Sigma$  = Sumatoria

$i$  = posibilidad  $i$ -ésima

$R_i$  = Rendimiento para la  $i$ -ésima posibilidad

$R_p$  = Rendimiento promedio

$P_i$  = Probabilidad que se presente tal rendimiento  $i$

$n$  = Numero total de posibilidades

Con el objeto de medir el riesgo sistemático existe el denominado coeficiente

Beta, que se designa con la letra griega  $\beta$

**“Un coeficiente beta o beta a secas indica la magnitud del riesgo sistemático de un activo en relación con un activo promedio. Por definición un activo promedio tiene un beta de 1.0 en relación consigo mismo ( )**

**Es importante recordar que el rendimiento promedio esperado y, por lo tanto la prima de riesgo de un activo depende sólo de su riesgo sistemático. Como los activos con betas grandes tienen mayores riesgos sistemáticos, su rendimiento esperado también es mayor <sup>50</sup>**

Los  $\beta$  son mediciones que se calculan y publican en muchos sitios de internet

Un  $\beta$  alto implica mayor riesgo al ser más afectado por el riesgo sistemático. Ross y

<sup>49</sup> IBÍDEM

<sup>50</sup> ROSS y otros Op cit página 416



coautores citan ejemplos, como el beta de Coca Cola, que es 0.52, sin embargo el de Google es de 2.60, más del doble de aquellos que se comportan acordes al mercado.

**“La diferencia entre la Beta ( $\beta$ ) de una acción o un valor y 1,0 se expresan en porcentaje de volatilidad. Un valor con Beta' 1,75 es 75% más volátil que el mercado. Igualmente, un valor con Beta 0,7 sería 30 % menos volátil que el mercado.**

**Para valores o acciones en concreto, su Coeficiente Beta ( $\beta$ ) se calcula usando análisis de regresión contra un índice representativo del valor del mercado, por ejemplo *Ibex 35*, en la Bolsa española. Siendo Beta una manera de estimar el riesgo del activo sobre la media de activos; los coeficientes Beta se utilizan para diversificar la composición de una cartera de activos, mezclando convenientemente activos con  $\beta$  distintos.”<sup>51</sup>**

En el caso de Panamá, no existe aún la disponibilidad y manejo de esta medición de referencia, dado el bajo nivel de desarrollo del mercado de valores.

Con respecto a la calificación o evaluación del riesgo, podemos mencionar que:

**“Desde principios de la primera década del siglo XIX, a los bonos se les han asignado evaluaciones de calidad que reflejan la probabilidad de que no se cumplan las obligaciones asumidas en los convenios de emisión. Las dos principales agencias de evaluaciones de bonos son Moody's Investors Service (Moody's) y Standard & Poor Corporation (S&P). (...). Los bonos clasificados con una sola A y con triple B son lo suficientemente fuertes como para denominarse bonos del grado de inversión, y son los de más baja calificación que muchos bancos y otros inversionistas institucionales están legalmente autorizados a mantener. Los bonos clasificados con doble B o con una evaluación más baja son especulativos, o bonos chatarra; tienen una probabilidad muy significativa de incurrir en incumplimientos, y un gran número de instituciones financieras tienen prohibida su compra.”<sup>52</sup>**

---

<sup>51</sup> WIKIPEDIA, Definición de Beta. Ver en Bibliografía de: Información accesada de Internet.

<sup>52</sup> BESLEY y otro, Op. cit., página 770.

Las evaluaciones o calificaciones de riesgo tienen gran importancia y se basan en dos factores generales

**“Las evaluaciones de bonos se basan tanto en factores cualitativos como cuantitativos. Algunos de los factores que consideran las agencias de evaluación de bonos incluyen la fuerza financiera de la compañía que se mide en función de distintos factores: las cláusulas sobre garantías colaterales, la condición sénior de la deuda, los convenios restrictivos, las cláusulas tales como las de fondo de amortización o reembolso diferido, las posibilidades de litigio, las regulaciones y otras por el estilo. En forma persistente los representantes de las agencias de evaluación de bonos afirman que no existe una fórmula exacta para evaluar la solvencia de una empresa: todos los factores que se han mencionado, además de otros, se toman en consideración, pero no de una manera matemáticamente precisa.”**<sup>53</sup>

**“Los cambios en las evaluaciones de bonos de una empresa afectan tanto su capacidad para solicitar en préstamo capital a largo plazo como el costo de ese capital. Periódicamente las agencias evaluadoras someten a los bonos en circulación a un proceso de revisión a results del cual, ocasionalmente aumentan o disminuyen el grado de calidad de los mismos como resultado de los cambios que experimentan las empresas emisoras.”**<sup>54</sup>

Los mercados financieros son complejos tanto por sus diversos componentes como por el riesgo que representan al darse fallas en su operación sean éstas por errores involuntarios o intencionalmente dolosos. Las dos clases mencionadas de riesgos o posibles sorpresas son el riesgo sistemático (influye sobre varios componentes o sea como sistema) y el no sistemático (específico de un componente). Con la diversificación a partir del manejo de un portafolio se reduce el riesgo no sistemático porque al fallar un valor otros podrán compensar. El rendimiento del

---

<sup>53</sup> IBÍDEM página 771

<sup>54</sup> IBÍDEM página 774

portafolio se controlará con el seguimiento de los rendimientos promedios ponderados de sus diversos títulos valores componentes

Otro aspecto importante en la determinación del riesgo es considerada Hipótesis de los Mercados Eficientes (que tiene como modelo a la Bolsa de Valores de Nueva York)

**“Como resultado, en un mercado eficiente los inversionistas obtienen exactamente aquello por lo que pagan cuando compran valores y las empresas reciben con precisión lo que valen sus acciones y bonos cuando los venden ”<sup>55</sup>**

Para la determinación de la eficiencia del mercado entran elementos como la competencia entre inversionistas transparencia en la información suficiente y no privilegiada, así como el concurso de analistas profesionales que sepan leer y conozcan en profundidad las diversas señales que dan los mercados

## 2 5 1 5 La rentabilidad y el rendimiento

El concepto del rendimiento se define como

**“Rendimiento Ingresos que se reciben por una inversión, sumados a las variaciones en el precio de mercado los cuales por lo general se expresan como porcentaje del precio inicial de mercado de la inversión ( ) Entonces el rendimiento proviene de dos fuentes el ingreso y el aumento de los precios (o la pérdida de los mismos) ”<sup>56</sup>**

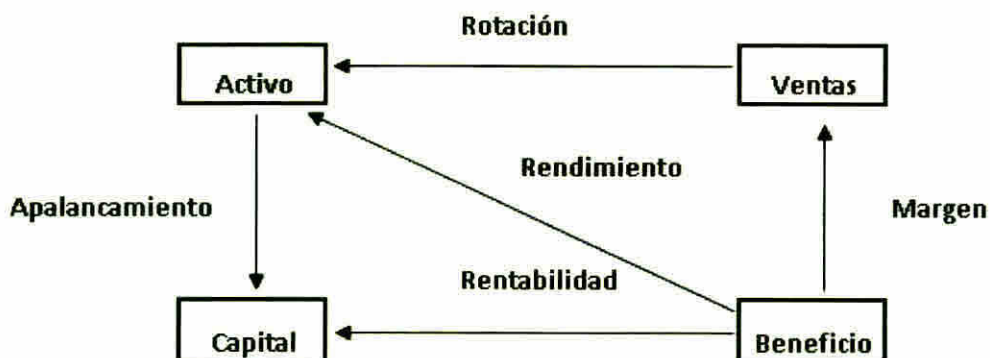
La rentabilidad corresponde a la relación que hay entre el beneficio y el capital invertido En ese sentido un estudio de las relaciones financieras principales nos lleva a las llamadas razones o ratios financieros de los que una parte importante se ilustra a partir del gráfico adjunto

<sup>55</sup> ROSS y otros Op cit página 391

<sup>56</sup> VAN HORNE y otro Op cit. página 94

### Esquema N° 3

#### ESTUDIO DE LAS RELACIONES FINANCIERAS



Fuente: Navarra Empresarial. España. Análisis de razones financieras. Ver en Bibliografía de información accesada de Internet.

Podemos afirmar que el seguimiento de los componentes financieros contables, facilita la administración de fondos y empresas, a partir de las razones financieras, que brindan valiosa información sobre la evolución y sostenibilidad de los recursos y las empresas. De las relaciones en el Esquema 3, solo el apalancamiento (endeudamiento) es aproximado, dado que es más la relación entre pasivo y capital, sin embargo, la relación ilustra la rotación del activo respecto al capital y a más alta relación, será más alto el apalancamiento.

#### 2.5.2. Adopción de una perspectiva teórica

Con base en la documentación citada, se plantea un enfoque que toma en cuenta lo siguiente:

- La organización del estudio se ha dirigido a 3 grandes componentes: 1. El mercado y entorno institucional; 2. La administración y regulación de las

**EAFP y 3 Los resultados de la capitalización y rendimiento de la inversión que manejan en portafolios**

- **El buen desempeño de estos valiosos fondos de largo plazo permite disponer de una fuerte inyección de recursos frescos y estables necesarios para el desarrollo del país**
- **Para estudiar la sostenibilidad y buen manejo de los fondos del SIACAP se requiere examinar las características de los componentes del mercado de valores y sucesivamente los correspondientes a los FP en cuanto a su normativa, funciones resultados contables y financieros incluida la referencia de otras latitudes la existencia y manejo de portafolios de diversificación de componentes para evitar el riesgo no sistemático de seguimiento del riesgo sistemático (incluidos los estudios de desviación estándar y de estar disponibles de los coeficientes beta) así como la consideración de entidades calificadoras de riesgo para la decisión de inversiones y la existencia de entes reguladores adecuados**
- **Se debe velar por el buen desempeño y mejoras al mercado de valores que procuren impulsar el mercado secundario como ente de dinámica y profundidad del sistema financiero**
- **El portafolio diversificado es importante para atender el riesgo no sistemático (no regular o del sistema conjunto) igualmente es importante la calificación o evaluación del riesgo para facilitar impulsar y asegurar las operaciones financieras y manejo productivo de los FP**



- El estado debe regular efectivamente el mercado de valores y la operación de estas empresas que pueden afectar a partes sensibles de nuestra población
- Para lograr un mercado eficiente debe buscarse la mayor transparencia en la generación de información que se logre mayor organización supervisión apertura, análisis y competencia de todo el sistema.

## **2.6 Disposiciones legales**

- 1) Decreto Ley N° 14 de 27 de agosto de 1954 Por el cual se modifica la ley 134 de 27 de abril de 1943 Orgánica de la Caja de Seguro Social Habla en su Título 1 de la autonomía de la CSS y del régimen obligatorio a que quedan sujetos todos los trabajadores que operen en territorio nacional En su Título III menciona el tema de los recursos y su financiamiento en el Título IV habla de las inversiones de los fondos, en el Título V se refiere a la pensión de vejez.
- 2) Decreto de Gabinete N° 247 de 16 de julio de 1970 tal como quedó reformado por el Decreto de Gabinete N° 30 de 24 de febrero de 1972 Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adoptan medidas para proteger a los accionistas minoritarios
- 3) Constitución Nacional de 1972 Artículo 110 El Estado podrá crear fondos complementarios con el aporte y participación de los trabajadores de las empresas públicas a fin de mejorar los servicios de seguridad social en materia de jubilaciones La Ley reglamentará esta materia ”

- 4) **Ley N° 16 de 31 de marzo de 1975 “Por la cual se reglamenta el Fondo Complementario de Prestaciones Sociales Obligatorio para todos los servidores publicos ”** Esta Ley plantea la creación del Fondo complementario de pensiones de vejez que otorga la CSS para todos los servidores publicos (Artículo 1) También con cargo a este fondo se continuó el reconocimiento de jubilaciones especiales o anticipadas para las entidades que disponian de leyes al respecto (artículo 7) La cuota para todos sin excepción era de 2% del salario bruto lo cual generaba ingresos por alrededor de B/ 20 00 millones anuales (año 1995) sin embargo el gasto superaba los B/ 85 00 millones
- 5) **Decreto Ejecutivo N 44 de 31 de mayo de 1988 Por el cual se autoriza la creación de Bolsas de Valores y se reglamenta su instalación y funcionamiento** con modificaciones en fallo de la Corte Suprema de Justicia del 28 de mayo de 1990 y Decreto N 37 de 3 de junio de 1992 Las Bolsas de Valores (BV) son instituciones de beneficio publico que tienen por objeto la prestación de servicios necesarios para realizar operaciones con titulos valores en la finalidad de proporcionarles liquidez El establecimiento de bolsas de valores es una necesidad imperiosa para canalizar los ahorros tanto nacionales como extranjeros hacia actividades que generen nuevos empleos y faciliten la reactivación económica Autorizase su creación (Artículo 1)
- 6) **Ley N° 10 de 16 de Abril de 1993 Por la cual se establecen incentivos para la formación de fondos para jubilados, pensionados y otros beneficios**

En su artículo 4 dice que los planes serán regulados por la Comisión Bancaria Nacional y la Superintendencia de Seguros

Los fondos podrán invertirse en depósitos en Bancos de Licencia General en hipotecas cédulas hipotecarias participaciones en hipotecas o bonos respaldados por garantías hipotecarias emitidos por Bancos Comerciales o hipotecarios con licencia general y en títulos valores de calidad de inversión u otros activos (Artículo 8) Por lo menos el 30% de los fondos deben ser invertidos en hipotecas cédulas hipotecarias en participaciones en hipotecas o bonos respaldados por garantías hipotecarias dentro del territorio nacional (artículo 9) El fondo será administrado por la CSS que es el fiduciario y los fideicomitentes son las dependencias estatales Los fideicomitentes serán los agentes de recaudación de las cuotas del fondo y las entidades fideicomitentes deben pagar al fideicomiso las cantidades que previo estudio actuarial establezca la CSS como capital fundacional del fondo (Artículos 22 y 23)

7) Ley N° 8 de 6 de febrero de 1997 “Por la cual se crea el Sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores públicos y se adoptan otras medidas y su reglamentación por el ejecutivo” Al crearse el Sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores públicos se eliminan las jubilaciones especiales Se fija un periodo de transición hasta el 31 de diciembre de 1999 y se reconocen las aportaciones realizadas hasta el momento de vigencia de la ley a través de bonos negociables a una tasa anual de 5% de interés compuesto Se establecen cuentas individuales y las características del fondo y de los beneficios Se determinan las entidades para

invertir fondos y la registradora pagadora Se fijan los parámetros generales para invertir recursos del fondo en otras palabras se establecen normas para diversificar el riesgo Se determina el alcance de sanciones penales por el mal manejo de los fondos Se crea el sistema especial de jubilación que permite un retiro programado anticipado (más conveniente) para algunas instituciones El organismo del SIACAP es un ente regulador y fiscalizador del Sistema y la Ley plantea que los rendimientos obtenidos deberán ser superiores a los que se obtienen en una cuenta de ahorro

8) Decreto Ejecutivo N 27 de 27 de junio de 1997 **“Por el cual se reglamenta la Ley 8 de 6 de febrero de 1997”** Define los conceptos de la Ley 8 especificando quienes forman parte del SIACAP describe las prestaciones y beneficiarios determina las formas de inversión de los recursos del fondo valoración y custodia de las inversiones fiscalización del SIACAP selección periódica de las EAFP y la ERP y explica el sistema especial de jubilación autofinanciado

9) Decreto N 32 de 6 de julio de 1998 **Por el cual se modifica el Decreto Ejecutivo N 27, de 27 de junio de 1997 que reglamenta la Ley 8 de 6 de febrero de 1997** Este Decreto modifica 25 artículos (2 6 10 27 31 35 36 38-40 45 48 49 51 52 62 74 76 y 83) del referido Decreto Ejecutivo (DE) N 27 Los cambios son recomendaciones posteriores al DE realizadas por el Consejo de Administración del SIACAP *con el fin de procurar un mejor funcionamiento del sistema*

- 10) Contrato de Servicios del 25 de enero de 1999 entre el SIACAP y las empresas CREDICORP Bank S A compañía Internacional del Seguros S A y Magister International S A que fungirán como empresa registradora pagadora
- 11) Decreto de Gabinete No 16 de 14 de julio de 1999 por el cual se autoriza el bono de reconocimiento de los fondos que pasaran a formar el fondo del SIACAP
- 12) Ley N° 54 de 27 de diciembre de 2000 crea el Plan de Retiro Anticipado Autofinanciable (PRAA) para los Educadores y Educadoras del Ministerio de Educación (MEDUCA) y del Instituto Panameño de Rehabilitación Especial (IPHE) y dicta otras disposiciones
- 13) Ley No 29 de 3 de julio de 2001 que modifica y adiciona artículos a la Ley 8 de 1997 que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos y crea la emisión de los Certificados de Participación Negociable (CERPAN)
- 14) Decreto Ejecutivo No 138 de 5 de Noviembre de 2001 por el cual se reglamenta la Ley No 29 de 3 de julio de 2001 que crea los CERPAN
- 15) Ley No 76 de 28 de diciembre de 2001 que modifica el Artículo 3 de La Ley 8 de 1997 que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos para adoptar medidas relacionadas con los Certificados de Participación Negociable (CERPAN)
- 16) Ley N 51 del 27 de diciembre de 2005 que reforma la Ley Orgánica de la Caja de Seguro Social y dicta otras disposiciones

17) **Ley N° 60 del 11 de octubre de 2010 que reforma la Ley 8 de 1997 que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos para los pagos de CERPANES y otros trámites relacionados** Dado que el SIACAP es un régimen especial se rige por la Ley 8 que es modificada por esta Ley 60 que para los efectos es la que rige en lo que reforme La Ley 67 que sigue abajo regula las EAFP pero aparte de lo refendo al SIACAP

18) **Ley 67 del 1 de septiembre de 2011 que establece el Sistema de Coordinación y cooperación interinstitucional entre los entes de fiscalización financiera crea la Superintendencia del Mercado de Valores reforma el Decreto Ley 1 de 1999 y la Ley 10 de 1993 y dicta otras disposiciones**

19) **TEXTO UNICO Ordenado por la Asamblea Nacional que comprende el Decreto Ley 1 de 1999 sus leyes reformativas y el Titulo II de la Ley 67 de 2011 Sobre el mercado de valores en la Republica de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores**

### **3 DESCRIPCIÓN DE LOS CAPÍTULOS**

El documento está compuesto por cuatro capitulos El Capitulo Primero es la **INTRODUCCIÓN** que incluye una descripción del tema de los fondos de pensión en cuanto a antecedentes a conceptos a su situación actual a nivel mundial y nacional En el nivel nacional se plantean las opciones privada y publica para administrar los fondos de pensiones en el pais y los fracasos acaecidos dentro de la

actividad financiera Se incluye además la Justificación que plantea el problema, se formulan preguntas de investigación y un esquema comparativo entre la situación actual y el pronóstico también se establecen el objetivo general y los específicos y se exponen los aspectos metodológicos y el marco teórico de la investigación para finalmente enlistar las disposiciones legales relacionadas con el tema y el contenido de capítulos

El Capítulo Segundo se refiere a **LOS COMPONENTES DEL MERCADO DE FONDOS DE PENSIONES** que presenta las características del entorno del mercado de los FP comenzando por el mercado de valores como parte del sector financiero de Panamá y sus características la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) las calificadoras de riesgo la bolsa de valores y la custodia de valores Igualmente se incluyen los componentes principales del mercado de FP referidos a cuentahabientes a agentes de retención a empresas administradoras de fondos y los montos administrados de fondos

En el Capítulo Tercero se trata **LA ADMINISTRACIÓN Y REGULACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS** que comprende la administración reguladora del sistema por parte del Estado a través del Consejo de Administración (CODA) del SIACAP y el proceso de escogencia de las empresas administradoras y la legislación sobre inversiones de los fondos de pensión se presenta la función importante de los auditores independientes se observan las EAFP relacionadas con el SIACAP en cuanto a su evolución y con respecto a las funciones de las administradoras de inversiones relacionadas y de la empresa registradora pagadora igualmente se realiza un análisis

de estados financieros disponibles de esas empresas y calculan las razones financieras. Además se observa la situación de los CERPANES y del Plan de Retiro Anticipado Autofinanciable (PRAA) para educadores del Ministerio de Educación y del Instituto Panameño de Rehabilitación Especial (IPHE) que a partir del 2001 influyen en la cobertura de la administración de fondos del SIACAP.

El Capítulo Cuarto corresponde a **LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DE LOS FONDOS DEL SIACAP** e incluye la situación de los fondos administrados por las empresas de administración de inversiones del SIACAP, los aspectos teóricos y prácticos sobre el funcionamiento de la capitalización de fondos, el seguimiento del Índice de Valor de Cuota de ahorro, el comportamiento del patrimonio del SIACAP asignado a las EAFP, el manejo del portafolio de inversiones, el rendimiento mínimo garantizado, el estudio de los rendimientos alcanzados y su varianza según EAFP.

Para completar el documento se incluyen las **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES** así como los Anexos y la Bibliografía.



## **CAPITULO SEGUNDO**

### **COMPONENTES DEL MERCADO DE FONDOS DE PENSIONES**

# **1 EL MERCADO DE VALORES DE PANAMA**

## **1 1 El sector financiero**

Las finanzas dentro de la economía, tienen la función de proveer fondos a los entes productivos consumidores e inversores (empresas gobierno hogares y entidades sin fines de lucro) que los requieran a partir de entidades similares que dispongan de excedentes

**“En la economía en general las unidades con excedentes en ahorros (aquellas cuyos ahorros rebasan sus inversiones en activos fijos) proporcionan fondos a las unidades con déficit en ahorros (aquellas cuyas inversiones en activos rebasan sus ahorros) Este intercambio de fondos se hace evidente con los instrumentos de inversión o valores, que representan activos financieros para los tenedores y pasivos para los emisores ( ) Los mercados financieros no son lugares físicos sino mecanismos para canalizar el ahorro a los inversionistas finales en activos fijos”<sup>57</sup>**

El sector financiero de Panamá, lo conforman 19 de las 20 actividades presentadas a continuación (excluida la 6411) basados en la reciente Clasificación Industrial Nacional Uniforme de todas las actividades económicas (CINU)

### **Esquema N° 4**

<p align="center"><b>CLASIFICACIÓN DE ACTIVIDADES FINANCIERAS Y DE SEGUROS DENTRO DE LA CLASIFICACIÓN INDUSTRIAL NACIONAL UNIFORME DE TODAS LAS ACTIVIDADES ECONÓMICAS REVISIÓN 4</b></p>
---

- 1 6411 Banca Central**
- 2 6412 Otros tipos de intermediación monetaria en establecimientos ubicados en Zonas Francas**
- 3 6419 Otros tipos de intermediación monetaria (Banca comercial privada o publica)**

---

<sup>57</sup> **IBÍDEM** página 24

4	<b>6420</b>	<b>Actividades de sociedades de control (holding)</b>
5	<b>6430</b>	<b>Fideicomisos fondos y otras fuentes de financiamiento (incluye fondos de cesantía)</b>
6	<b>6491</b>	<b>Arrendamiento financiero (leasing)</b>
7	<b>6492</b>	<b>Otros tipos de crédito (casas de empeño financieras cooperativas)</b>
8	<b>6499</b>	<b>Otras actividades financieras excepto seguros y fondos de pensiones (incluye factoreo)</b>
9	<b>6511</b>	<b>Seguros de vida</b>
10	<b>6512</b>	<b>Seguros generales</b>
11	<b>6513</b>	<b>Seguros generales en Zonas Francas</b>
12	<b>6520</b>	<b>Reaseguros portadores de seguro</b>
13	<b>6530</b>	<b>Fondos de pensión</b>
14	<b>6611</b>	<b>Administración de mercados financieros (incluye a SMV SBP SSR y SIACAP)</b>
15	<b>6612</b>	<b>Títulos de valor y contratos de corretaje de materias primas (corredores de bolsa)</b>
16	<b>6619</b>	<b>Otras actividades auxiliares a las actividades de servicios financieros</b>
17	<b>6621</b>	<b>Evaluación de riesgos y daños (incluye las calificadoras de riesgo)</b>
18	<b>6622</b>	<b>Actividades de los agentes y corredores de seguro</b>
19	<b>6629</b>	<b>Otras actividades auxiliares de seguros y fondos de pensiones</b>
20	<b>6630</b>	<b>Actividades de administración de fondos</b>

Fuente INEC Contraloría General de la Republica (CGR) Clasificación Nacional Industrial Uniforme de todas las actividades económicas (CINU) revisión 4 Enero de 2010

En Panamá no hay banco central (actividad 6411) por lo que esta función financiera importante y necesaria, es ejercida de forma indirecta y fragmentada, por tres entidades el Banco Nacional de Panamá, el Ministerio de Economía y Finanzas y la Superintendencia de Bancos de Panamá. Y al no existir una banca central se generan limitaciones de control financiero que normalmente ejercen esas entidades en los países además de generar el papel moneda

Para los efectos de esta nueva clasificación la actividad directa de administrar los fondos es la 6630 Actividades de administración de fondos La del SIACAP es

la 6611 Administración de mercados financieros Esta clasificación es nueva y aun no se utiliza en las estadísticas macroeconómicas del país

El Valor Agregado Bruto (VAB) del sector denominado Intermediación Financiera en la República, a precios constantes fue de B/ 1 919 5 millones y B/ 2 129 2 millones (ver Anexo C 1) para los años 2011 y 2012 respectivamente que representa igual el 8 2% para ambos años del Producto interno bruto (PIB) a precios de 1996 El VAB nominal de las EAFP está incluido en la actividad de Financiamiento de planes de seguro y de pensiones excepto los planes de seguridad social de afiliación obligatoria y corresponde para el 2012 a B/ 143 8 millones (ver Anexo C) que representa un 0 4% del PIB a precios corrientes

La regulación de la actividad financiera en Panamá, al estar fraccionada por la ausencia de un Banco Central se ve limitada para minimizar riesgos y garantizar la eficiencia y control de los recursos de muchas personas sean naturales o jurídicas A partir de la reciente Ley 67 de septiembre de 2011 en su Título I se establece el Sistema de Coordinación y Cooperación Interinstitucional que abarca la regulación del sector financiero en un Consejo de Coordinación Financiera, formado por 6 directivos de entidades agrupados en 4 grandes componentes

- **Actividad bancaria y fiduciaria** reguladas por la Superintendencia de Bancos
- **Mercado de valores** regulado por la Superintendencia del Mercado de Valores (abarca la regulación de empresas privadas administradoras de FP autorización de licencias a sociedades de inversión calificadoras de riesgo corredores de bolsa y otras varias actividades del mercado de valores)

- **Seguros y Reaseguros** regulados por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros perteneciente al Ministerio de Comercio e Industrias (MICI)
- **Otras actividades financieras** reguladas por el MICI (Dirección de Empresas Financieras) por el Instituto Panameño Autónomo Cooperativo (IPACOOOP para cooperativas) y el SIACAP en lo correspondiente a los FP de empleados publicos

La fiscalización financiera se realizará mediante el intercambio de información y coordinación mutua, para alcanzar políticas de regulación adecuadas y asegurar una efectiva supervisión del mercado financiero. De esta forma la Ley 67 establece en su capítulo 2 un Consejo de Coordinación Financiera (con una Secretaría Técnica, adscrita a la Superintendencia de Bancos) que debe aportar al buen manejo de fondos ajenos y activar la prevención requerida por todo sector financiero. Este mecanismo era muy necesario y favorable para la seguridad y estabilidad de los fondos administrados por este importante sector de la economía.

## **1.2 El mercado de valores**

El mercado de valores de Panamá, abarca todas las transacciones de valores en general de sectores público y privado tanto de renta fija como variable. Su regulación se inicia en el año 1970 con la creación de la Comisión Nacional de Valores. Básicamente lo componen tres entidades importantes del sector público: la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMV, que antes de la Ley 67 del 1 de septiembre de 2011 fue la Comisión Nacional de Valores) y del sector

privado la Bolsa de Valores de Panamá, S A (descrita en el punto siguiente) y Latin Clear para la función de custodia de valores

**“El mercado de valores es un conjunto de instituciones y personas que representan el medio de obtención de recursos de las empresas con necesidades de financiamiento, a través de la canalización del ahorro del público inversionista que no consume una parte de sus ingresos y por ende los ahorra. Estas empresas con necesidades de financiación emiten de forma pública valores que son obtenidos por los inversionistas en los mercados organizados. De esta forma los primeros obtienen el dinero que necesitan para financiar sus operaciones mientras que los segundos pueden ahorrar obteniendo mejores rendimientos que los obtenidos en instrumentos bancarios comunes ”**<sup>58</sup>

Los principales actores de un mercado organizado son

- **Emisores** quienes emiten valores para obtener financiamiento ya sea a través de instrumentos de deuda (entre otros bonos y valores comerciales negociables) o bien a través de instrumentos de capital (acciones)

Generalmente son emisores las empresas y los Estados

- **Inversionistas** (particulares e institucionales) quienes adquieren los valores emitidos con el objeto de obtener rendimientos ya por el pago de intereses en el caso de los instrumentos de deuda, por el pago de dividendos en el caso de instrumentos de capital o bien por la venta de los valores en el mercado secundario

---

<sup>58</sup> **OLIVARDÍA** Jorge Alexander *Aspectos Básicos del Mercado de Valores en Panamá* Comisión Nacional de Valores septiembre de 2005 página 20 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet.

- **Intermediarios** son los encargados de comprar y vender dichos valores en nombre y representación de los inversionistas (puestos de bolsa, casas de valores y corredores de valores)

**En términos financieros el concepto de valor comprende a todo documento tipo bono valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería) derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación certificado de participación certificado de titularización certificado fiduciario certificado de deposito cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título instrumento o derecho que comunmente sea reconocido como un valor**

**Segun la Ley 67 del 2011 en su articulo 4 las actividades de un mercado de valores son**

- 1) El registro de valores y autorización de la oferta publica de valores**
- 2) La asesoria de inversión**
- 3) La intermediación de valores e instrumentos financieros**
- 4) La apertura y gestión de cuentas de inversión y de custodia**
- 5) La administración de sociedades de inversión**
- 6) La custodia y deposito de valores**
- 7) La administración de sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros**
- 8) La compensación y liquidación de valores e instrumentos financieros**
- 9) La calificación de riesgo**
- 10) El servicio de proveer precios sobre valores**
- 11) La autorregulación a que se refiere la Ley del Mercado de Valores**

12) El suministro de información al mercado de valores incluyendo el acopio y procesamiento de esta

13) Las demás actividades previstas en la Ley del Mercado de Valores o que se determinen a través de otras leyes siempre que constituyan actividades de manejo aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores o instrumentos financieros

Asimismo las entidades que realicen las actividades señaladas en Panamá o desde ella, estarán sujetas a la supervisión de la SMV con excepción de los bancos (cuando no sean casas de valores) empresas financieras y entidades o personas naturales o jurídicas que expresamente exceptúe la ley (Artículo 17 de la citada Ley 67)

Según datos de la SMV el monto de emisiones del MV para el año 2012 fue de B/ 3 071 millones (ver gráfica siguiente) que representa el mayor registrado en la historia del mercado bursátil panameño con un incremento de 79 3% respecto al 2011 y refleja la dinámica de este mercado en crecimiento

**“Se trata de 39 emisiones en las que han participado empresas mayormente del sector financiero, como de la industria comercio y turismo, con el registro de valores, principalmente bonos corporativos valores comerciales negociables y acciones”<sup>59</sup>**

Uno de los componentes importantes fue la emisión de bonos de la Empresa Nacional de Autopistas (ENA) por un monto de B/ 600 00 millones

---

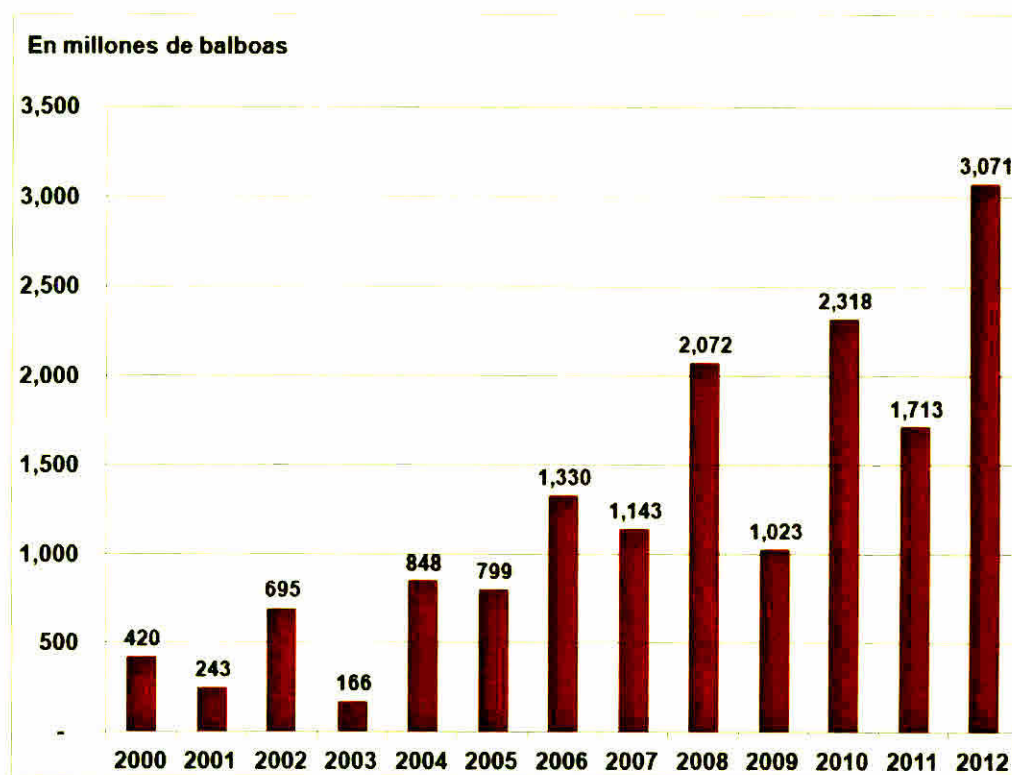
<sup>59</sup> SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES *Boletín informativo 02 2013* del 2 al 8 de enero de 2013 página 4 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet



El comportamiento en años recientes del monto de emisiones presenta una tendencia positiva, exceptuando años difíciles a nivel de la economía, como es el caso del 2009, que fue un año en que el PIB, como medida del comportamiento económico nacional, creció en 3.9% a precios constantes de 1996 (ver anexo C-3).

**Gráfica N° 1**

**SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES  
MONTOS AUTORIZADOS DE EMISIONES:  
AÑOS 2000-12**



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores, boletín informativo 02-2013. Página 10.

Entre los factores limitantes para el adecuado desarrollo del MV de Panamá, están:

- El pequeño tamaño de los negocios regionales En países desarrollados el MV acoge grandes empresas y casas matrices
- Sistema bancario muy fuerte en captación de ahorros e inversiones y colocación de préstamos como es el caso del Centro Bancario Internacional de Panamá.
- Cultura empresarial de propiedad familiar fuertemente arraigada, caso típico en Centroamérica y Panamá, con empresas cerradas de nombre y apellido
- Falta de confianza en el mercado de valores panameño o regional con poca tradición bursátil y financiera
- Dado lo anterior pocos inversionistas generan liquidez y movimiento que impulse el mercado secundario

Se observa que al cambiar la confianza del inversionista por un mercado demostrado más fuerte aumentará la dinámica del mercado a crecer y al mayor desarrollo necesario del mercado secundario

Las inversiones de las EAI deben controlar y cuidar la volatilidad que pueda presentarse en los mercados de inversión referida a cambios bruscos en los niveles o montos que generalmente provienen de capitales de corto plazo denominados comunmente capitales especulativos o capitales golondrina que históricamente no se registran fuertes en Panamá. Estos capitales especulativos se invierten en épocas de auge y se retiran rápidamente cuando deja de haber ganancias o asoman los riesgos de problemas económicos u otros

Sin embargo la situación especulativa podrá ser más frecuente en la medida en que aumente el mercado de valores electrónico como lo planteó el Dr Felipe Chapman

**Nuestro mercado se ha caracterizado por lo opuesto por no tener ese grado de volatilidad dijo el doctor Felipe Chapman, director de Capital Investments, S A Para Chapman el mercado se hace más fuerte porque el inversionista se percata de que al invertir en la BVP está un tanto protegido de esa volatilidad La volatilidad es un hecho presente sobre todo en el mercado electrónico del Nasdaq <sup>60</sup>**

El mercado financiero NASDAQ de Estados Unidos de América, es un mercado de valores tecnológicos que puede ser de difícil control y variabilidad aun cuando tenga gran pujanza

Dada la inflación actual en Panamá (en 2011 creció en 5 9% y en 2012 n 5 7% segun el Indice de Precios al Consumidor IPC que publica la Contraloria General de la Republica) basada en el significativo crecimiento nacional y en el alza de precios internacionales unida a la difícil situación económica mundial se dan espacios y riesgos para estimular los capitales especulativos Como lo expresó el economista Alejandro Cordero

**“Esto es así debido a que la inflación actua como un impuesto regresivo (los que menos ganan son los que habitualmente usan con mayor frecuencia el efectivo, por lo que ven deteriorado su poder de compra casi diariamente), la inflación genera señales que distorsionan la información necesaria para tomar decisiones y genera incertidumbre y eleva la percepción del riesgo En consecuencia,**

---

<sup>60</sup> GONZÁLEZ APOLAYO Gisela  *Mercado de Valores no se afecta con volatilidad”* En Diario El Universal 19 de abril de 2000

**estimula la creación de burbujas especulativas que al explotar terminan abruptamente el ciclo de prosperidad y crecimiento”<sup>61</sup>**

En el caso de los FP que son capitales de largo plazo deben buscar rentabilidad diversificada, lo cual les es fácil con la existencia de la BVP y por el hecho de que es un capital más estable y manejable al ser de largo plazo pero debe completarse con la dinámica requerida por un mercado secundario de valores fuerte que realice transacciones de reventa.

### **1.3 La Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá**

En el denominado Texto Unico que une el Decreto Ley 1 de 1999 reformado y la nueva Ley 67 de 2011 (en su Título II Ver en Bibliografía y otras informaciones lo referido a las Leyes) se incluye en el artículo 2 la creación de la SMV como organismo autónomo del Estado con personería jurídica, patrimonio propio e independencia administrativa, presupuestaria y financiera, con los siguientes atributos **La Superintendencia tendrá competencia privativa para regular y supervisar a los emisores sociedades de inversión, intermediarios y demás participantes del mercado de valores”**

Los objetivos de la SMV son según el denominado Texto Unico (artículo 3 ver Bibliografía y otras informaciones en lo referido a las Leyes)

**“( ) la regulación la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la Republica de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia con especial protección de los derechos de los inversionistas**

---

<sup>61</sup> CASTILLO DUARTE Edith *Una economía a toda máquina* En Diario La Prensa, 1 de enero de 2012

**Para garantizar su autonomia, la SMV tiene las siguientes facultades y ventajas (artículo 2 del Texto Unico)**

- 1) Actuar con independencia en el ejercicio de sus funciones y estar sujeta a la fiscalización de la Contraloría General de la Republica, conforme lo establecen la Constitución Política de la Republica y esta Ley Esta fiscalización no implicará en forma alguna injerencia en las facultades administrativas de la Superintendencia**
- 2) Tener fondos separados e independientes del Gobierno Central y el derecho de administrarlos**
- 3) Elaborar el anteproyecto de su propio presupuesto el cual una vez discutido y aprobado por las instancias pertinentes del Órgano Ejecutivo y la Asamblea Nacional se incorporará al Presupuesto General del Estado**
- 4) Escoger nombrar y destituir a su personal y fijar su remuneración de conformidad con lo que dicte su reglamento interno el cual deberá ser elaborado por el superintendente**
- 5) Establecer su estructura orgánica y administrativa.**
- 6) Tener potestad para contratar los consultores externos abogados y contadores que estime necesarios para cumplir con sus funciones y deberes de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores También podrá fijar la remuneración y los términos de contratación de dichas personas Los nombramientos y contrataciones podrán ser permanentes o temporales**
- 7) Gozar de las garantías e inmunidades que se establezcan en favor del Estado y de las entidades publicas**

8) No estar sujeta al pago de impuestos derechos tasas cargos contribuciones o tributos de carácter nacional con excepción de las cuotas de seguro social seguro educativo de los riesgos profesionales de los fondos complementarios obligatorios de las tasas por servicios publicos del impuesto de importación y del impuesto de transferencia de bienes corporales muebles y la prestación de servicios

Se observa que con esta normativa, se facilita un adecuado entorno regulado con autonomia y necesario para garantizar que los actores del sector financiero dispongan de solidez verificable y continua, de tal forma que junto a otras entidades necesarias tales como las calificadoras de riesgos favorezcan la dinámica y confianza que requieren las empresas administradoras de inversiones sus clientes y el país

La SMV se ha adecuado a los tiempos al disponer de una infraestructura acorde y que maneja la información con oportunidad y organización que requiere un ente de tal trascendencia dentro del sector financiero

En cuanto a los informes que deben rendir las administradoras de inversión la Ley N° 1 de julio de 1999 en su artículo 143 vigente dice

**“Los administradores de inversión deberán presentar a la Comisión y enviarán a los inversionistas de las sociedades de inversión que administren informes y estados financieros con la periodicidad que establezca la Comisión La Comisión prescribirá el contenido mínimo y la forma que deban tener dichos informes y estados financieros ”**

Sobre el acceso a información y confidencialidad la Ley N° 1 de 1999 en el artículo 267 actualizado como artículo 100 en la nueva Ley 67 dice que toda información y todo documento que se presenten a la Superintendencia, o que ésta

obtenga, serán de carácter público y **podrán ser examinados por el público**, a menos que se trate de secretos industriales, patentes, fórmulas, que estén protegidas por ley; que hayan sido obtenidos por investigación especial de la Comisión; o por acuerdo de reserva siempre que no se afecte y se protejan los intereses del público inversionista.

La SMV dispone de información de las EAFP como regulador del mercado de valores y para evaluar el desempeño de empresas, tanto administradoras de inversión o de otras sociedades en las que realizar inversiones, a disposición del público en su página [www.supervalores.gob.pa](http://www.supervalores.gob.pa) o en sus instalaciones de calle 50, Edificio Global, Plaza, Piso 8; igualmente disponen de acceso documental, digital y fotocopiado accesible.

Con el objeto de que mantener o aumentar la confianza de los usuarios, debe disponer siempre de personal profesional, libre de vaivenes políticos y escándalos, para lograr el peso y credibilidad necesarios que favorezcan y garanticen la fortaleza del buen manejo de fondos de terceros.

#### **1.4. Las calificadoras de riesgos financieros**

Otra de las piezas clave para garantizar el óptimo funcionamiento del mercado de valores y el reflejo necesario de un sector financiero fuerte, es la existencia en el territorio nacional, de agencias calificadoras de riesgos de inversión financiera, para facilitar y agilizar las operaciones del mercado de valores, incluido el secundario.

Las calificadoras de riesgo, son empresas que se dedican a evaluar y calificar en una escala, el grado de riesgo en la rentabilidad de una inversión, sea de renta fija

o variable Una calificación es una opinión sobre la habilidad futura, obligación legal y deseo de un emisor de bonos en poder efectuar a tiempo y de forma completa, los pagos de capital e intereses a los tenedores de los bonos Algunas calificadoras internacionales famosas son Standard & Poors Moodys Duff & Phelps y Fitch s Investors

De acuerdo con la Dirección de Registro de Autorizaciones de la SMV en Panamá existen 8 entidades de mercado autorizadas para operar como calificadoras de riesgo De ellas 4 tienen presencia física en el país y las restantes se ubican en Colombia, Costa Rica y Chile

Ubicadas en Panama, están Fitch Centroamérica, S A Equilibrium Calificadora de Riesgo S A BCR Investor Service Sociedad Calificadora de Valores y Pacific Credit Rating (Ver Anexo D 5)

Con el desarrollo de los mercados de valores se hace comun la presencia de calificadoras de riesgos financieros Las calificaciones de riesgo son altamente necesarias para operar en el mercado financiero dadas las malas prácticas empresariales los problemas del entorno económico las amenazas de mercados internacionales y las afectaciones en leyes y normativas que afecten al título valor o empresa evaluada Existen calificaciones de riesgo soberanas cuando son a nivel de país asimismo empresariales o sobre un título valor

El artículo 108 de la citada Ley 67 de septiembre de 2011 da obligatoriedad a las EAFP con respecto a las calificadoras

**Artículo 108** Se adiciona el artículo 8-E a la Ley 10 de 1993, así  
**Artículo 8 E** Las entidades administradoras de fondos de pensiones y jubilaciones deberán contratar, a su costo, los servicios de agencias



**calificadoras de riesgo especializadas y con suficiente experiencia registradas ante la Superintendencia cuyo deber será emitir una calificación de carácter fiduciario con respecto a la entidad, y una calificación de riesgo con respecto a cada uno de los fondos bajo su administración ( )**

**La Ley 8 del SIACAP en su artículo 38 dejaba abierta la opción de que las EAFP contrataran los servicios de calificadoras pero la modificación del artículo 108 cubre cada uno de los fondos administrados**

**La opinión que genera la calificación se basa en un conjunto de información actualizada sobre el emisor el sector económico en el que opera y la economía en general en un momento dado sin que esta opinión sea una recomendación para comprar vender o mantener un determinado instrumento por cuanto no considera todas las variables necesarias para tomar una decisión de invertir**

**El nivel de seguridad de un fondo se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente calidad y diversificación de los activos del portafolio fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa. Dentro de los riesgos de mercado la sensibilidad a condiciones cambiantes en los factores del mercado puede ser baja, moderada, alta y muy alta**

**Tradicionalmente las emisiones colocadas en el mercado tienen un costo financiero muy similar para todos los emisores inscritos sin considerar la calidad de los instrumentos La calificación por lo tanto les permitirá a los emisores utilizarla como instrumento de mercadeo permitiéndoles captar recursos con costos diferenciados en mayor volumen o con mayor facilidad**

A los inversionistas y a la economía en general le permiten un uso más eficiente del ahorro nacional al disponer el mercado financiero de señales claras oportunas e independientes

Consideramos que la calificación de riesgo es un componente de la actividad de mercado de FP muy necesario y útil para el adecuado manejo y sostenibilidad de los fondos. Su credibilidad debe ser probada y la cercanía en la plaza, es garantía de una mejor supervisión. Un ejemplo de escala de calificación aplicado por Fitch Rating así como la calificación de PROGRESO AFP se pueden observar en el Anexo D

En este sentido la Republica de Panamá cuenta con calificación de Grado de Inversión desde el 23 de marzo del 2010 definido por Fitch Ratings empresa calificadora de riesgo que anunció su mejora en la clasificación de la Republica de Panamá como emisor de crédito a largo plazo a BBB. Con posterioridad fue reconocido por las otras dos grandes calificadoras Standard & Poors y Moodys

Segun los calificadores de riesgo la clasificación es el reflejo de una mejora sostenida en las finanzas publicas de Panamá, respaldada por las reformas fiscales realizadas por el Gobierno Nacional y por la resistencia de la economía panameña, a la crisis financiera mundial lo que envia señales positivas a inversionistas y fortalece la actividad financiera del país

Es importante que las calificadoras tengan fortaleza operativa, para realizar evaluaciones profundas y centradas en la realidad y datos completos coherentes y oportunos. En los ultimos años han habido situaciones que ponen en entredicho el papel de las calificadoras como en el caso de la crisis norteamericana de los años

2008 09 cuando las calificadoras se les criticó su baja capacidad en advertir el riesgo respectivo De su evolución para lograr mejorar la respuesta asesora de riesgos en el mercado dependerá su demanda en el futuro Igualmente es muy positivo que se esté reforzando el enfoque dado originalmente en Basilea II referido a la supervisión basada en riesgos que a su vez está siendo adoptada por entidades financieras de las que ya mencionamos al SIACAP

### **1 5 La Bolsa de Valores de Panamá S A.**

Dentro del Mercado de valores y su legislación existen los llamados organismos autorregulados que segun la Ley 67 del 2011 (articulo 65) corresponden a **“Toda Bolsa de Valores bolsa de instrumentos financieros y toda Central de Valores ”**

En nuestro pais existen dos organismos autorregulados registrados en la SMV que son la Bolsa de Valores de Panamá, S A (BVP) y la Central Latinoamericana de Valores S A (presentada en el siguiente apartado) La autorización para la operación de una bolsa de valores en el pais se da a partir del Decreto Ejecutivo N° 44 de 31 de Mayo de 1988 **Por el cual se autoriza la creación de Bolsas de Valores y se reglamenta su instalación y funcionamiento** que será una entidad importante para el desarrollo del mercado de valores y subsecuentemente para las actividades realizadas con los FP

La Bolsa de Valores es una entidad necesaria en todo mercado financiero y en 1989 cuando Panamá atravesaba por la peor crisis politica y económica de su historia, un grupo de empresarios gestiona un proyecto anhelado por la comunidad financiera local la fundación de una bolsa de valores con el objetivo de operar un

mecanismo centralizado de negociación en donde confluyesen la oferta y demanda de valores bajo los preceptos de transparencia y equidad

En junio de 1990 inicia operaciones la BVP en una nueva etapa del desarrollo del mercado de valores en Panamá, consolidando progresivamente su participación dentro del competitivo mercado de intermediación financiera, al que se fueron incorporando más participantes en calidad de puestos de bolsa, emisores e inversiones surgieron nuevas instituciones de apoyo y se pueden observar el incremento constante en los volúmenes de negociación pasando de B/ 3 3 millones en 1990 a B/ 6 603 7 millones en 2012 Este avance fue el resultado de un entorno positivo caracterizado por el retorno de la estabilidad política, acompañado de profundas reformas económicas y de la equiparación en el tratamiento fiscal que recibían los diferentes instrumentos financieros

Paralelamente a su evolución cuantitativa, la BVP impulsó medidas para modernizar el mercado de valores donde resalta la creación de la central de custodia y liquidación de valores que dio el inicio de operaciones en 1997 de la Central Latinoamericana de Valores S A abordada en el punto siguiente

Entre las funciones de la BVP está el canalizar el ahorro nacional hacia la inversión, establecer un mercado continuo de compra venta de valores informar al público sobre cotizaciones y otras operaciones La BVP de Panamá, presenta un comportamiento creciente (ver Gráfica N° 2) al manejar niveles de B/ 1 361 2 millones en el 2000 y B/ 6 603 7 millones en el 2012 con un incremento anual significativo de 96 2% que casi duplica al 2011 El volumen negociado en el 2012

fue impulsado por bonos y notas del estado y bonos corporativos, sobresaliendo los del Fideicomiso ENA Norte, por B/.600.00 millones.

**Gráfica N° 2**



Fuente: Bolsa de Valores de Panamá, S.A., Página: [www.panabolsa.gob.pa](http://www.panabolsa.gob.pa)

La participación del mercado secundario, se sitúa actualmente en una cuarta parte del total del mercado, según se observa en el cuadro adjunto. Si bien en 2008, con la crisis internacional, fue fuerte la participación del mercado secundario, la misma se ha estabilizado cerca del 20%, alcanzando el 26% en el 2012.

**Cuadro N° 1**

**VOLÚMEN DE TRANSACCIONES POR TIPO DE MERCADO EN LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.: AÑOS 2008-12**

Año	Total	Primario	Secundario	Primario	Secundario
	(En millones de Balboas)			En %	

<b>2008</b>	1,931	973	958	50	50
<b>2009</b>	1,635	1,167	468	71	29
<b>2010</b>	2,639	2,132	507	81	19
<b>2011</b>	3,365	2,609	756	78	22
<b>2012</b>	6,604	4,855	1,749	74	26

Fuente: Bolsa de Valores de Panamá. [www.panabolsa.com.pa](http://www.panabolsa.com.pa)

Un componente adicional e importante en la dinámica de nuestra actividad bursátil, es la llamada Bolsa Electrónica, basada en el Sistema de Transacciones Electrónicas (SITREL), establecido por la BVP.

La BVP, a sus 23 años (inicia en junio de 1990), entre sus ventajas tiene el ser una sociedad anónima, en la que ninguno de sus accionistas es propietario de más del 2.5% del capital.

Es resaltable que en la bolsa opere un sistema de negociaciones electrónicas a través de un libro centralizado de órdenes de compraventa, con horario de 5 horas de lunes a viernes, en el que los corredores de valores y agentes de bolsa pueden realizar operaciones desde sus propias oficinas, de forma ágil, transparente y segura.

**“Este sistema aumenta la agilidad en las transacciones, lo cual permite a los corredores de valores servir mejor a sus clientes y a su vez se realizan mayor cantidad de transacciones a través de este sistema, generando mayor liquidez y profundidad al mercado de valores. La Bolsa Electrónica ó Sistema de Transacciones Electrónicas (SITREL), se implementó en agosto de 1999, a través del cual se ejecutan transacciones de compraventa simultáneas, de forma**



**tal que los 15 miembros o puestos de bolsa puedan negociar con mayor agilidad.”<sup>62</sup>**

Entre las oportunidades que se observan a esta actividad, está el desarrollo del mercado bursátil integrado, que avanza en la asociación de bolsas de la región Centroamericana y debe ayudar a dinamizar y aumentar las transacciones y el mercado de la región, a través de la denominada BOLCEN:

**“La Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN), nace el 08 de Septiembre de 1994, en Panamá en un marco de dinamismo general en la región, que realizaba los primeros intentos por integrar las economías de los diferentes países, a través del establecimiento de políticas monetarias y comerciales que favorecieran a todos los países miembros del Bloque. Como Asociación de las Bolsas de Valores de Centroamérica y el Caribe, BOLCEN, tiene como objetivo fundamental promover el mercado de capitales regional-bursátil de los países miembros, buscando llegar a tener un solo mercado con varias Bolsas, con el fin de poder proyectarse a escala mundial y participar en cualquier mercado internacional organizado.”<sup>63</sup>**

Si el mercado accionario posee un 20% del mercado total, la integración de las bolsas, podrá facilitar su dinamización.

El refuerzo a todas estas entidades mencionadas de valores, fortalece un verdadero Centro Financiero Internacional (CFI) en Panamá, que aproveche la invaluable posición geográfica nacional.

Otra meta necesaria para mejorar el sub sector bursátil, como se ha mencionado, es lograr el desarrollo del mercado secundario, lo que da profundidad al

---

<sup>62</sup> **BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ:** “*Guía del Inversionista. Que es el Sistema de Transacciones Electrónicas*”. Ver en Bibliografía de: Información accesada de Internet.

<sup>63</sup> **CAPITALES.COM:** Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe. Ver en Bibliografía de: Información accesada de Internet.

sector financiero dinamizando sus operaciones. Esto es reconocido y recomendado por especialistas como el ex presidente de la Comisión Nacional de Valores (hoy SMV)

**“Para el ex presidente de la antigua Comisión Nacional de Valores Carlos Barsallo un país puede tener un mercado primario dinámico, donde entran nuevos valores constantemente pero si adolece de un mercado secundario no se darán negociaciones ni habrá liquidez ni profundidad**

**Explicó que un mercado secundario dinámico le permite a los tenedores de valores saber que cuando quieran comprar y vender sus valores podrán hacerlo con relativa facilidad, ya que existe un mercado líquido y profundo que responde a realidades económicas <sup>64</sup>**

Para ampliar el mercado secundario en Panamá, el Dr Barsallo específicamente recomienda promover la transparencia y las políticas públicas adecuadas

**“Para Barsallo, la única forma de intensificar el mercado secundario es contando con políticas públicas coherentes: transparencia real y buen gobierno corporativo. Más en concreto, se deben utilizar correctamente los incentivos fiscales ya existentes, que son un sacrificio para el Estado y todos los contribuyentes”<sup>65</sup>**

Por último es positiva la gestión inicial para la operación de una Alianza de Mercados de Valores Centroamericanos (AMERCA) que logrará mejorar el posicionamiento estratégico de las bolsas en la región, creará condiciones para fortalecer la liquidez de los mercados, potenciará el crecimiento y capturaría las economías de escala asociadas con la operación de una plataforma única. Sin

---

<sup>64</sup> GONZALEZ Ricardo. *Debilidad del mercado secundario evita desarrollo bursátil*. En Semanario Capital Financiero. Op cit

<sup>65</sup> IBÍDEM



embargo el establecimiento de AMERCA comenzó bien pero no se ha llegado a un acuerdo entre los países

**“Por su parte el gerente de la bolsa costarricense reconoció que la alianza Amerca “no camina al ritmo que nosotros quisiéramos debido a que los marcos legales están impidiendo que la integración avance” A pesar de la falta de homologación bursátil regional, las bolsas de valores de Costa Rica El Salvador y Panamá mantienen activa la iniciativa integracionista que incluye la figura de operadores remotos, como sucede en otras plazas la europea El costarricense indicó que la Bolsa de Valores de Panamá (BVP) es el mercado que mayores avances ha logrado con la figura de los operadores remotos, luego le sigue Costa Rica y El Salvador ”<sup>66</sup>**

Nuestro país es una economía dolarizada, con una ventajosa posición geográfica y un pujante centro bancario internacional que debe enlazar su mercado de valores al referido esfuerzo regional y en un futuro llevarlo a los mercados suramericanos con el mencionado mecanismo de operadores remotos y enlaces vía internet

## **1.6 La custodia de valores**

Como se mencionó los organismos autorregulados incluyen además de las bolsas de valores a las conocidas como centrales de valores cuyo papel es custodiar los valores documentos y otros encomendados (en inglés se conoce la actividad como clearings ) por lo que cobran comisiones según el servicio prestado

Paralelamente a la evolución cuantitativa, la BVP impulsó medidas tendientes a modernizar el mercado de valores local entre las que se destaca la creación de una

---

<sup>66</sup> **GÓMEZ, José Hilario** *Integración bursátil regional en pausa* En Semanario Capital Financiero redactado el 27 de febrero de 2012

central de custodia y liquidación de valores que dio como resultado el inicio de operaciones de la Central Latinoamericana de Valores S A (LATIN CLEAR)

LATIN CLEAR inició operaciones en mayo de 1997 y brinda servicios completos de una moderna central de custodia de valores contando con el apoyo de un sistema automatizado que permite llevar a cabo las operaciones de custodia, compensación y liquidación de una manera ágil automatizada y segura, a través de sistemas electrónicos minimizando riesgos en las operaciones e ineficiencias para la liquidación y compensación que anteriormente se hacían de forma manual La necesidad y grado de asociación entre la BVP con LATIN CLEAR, es clave para el buen funcionamiento del sector financiero y favorable al país

LATIN CLEAR es un depósito centralizado de valores en el que pueden realizarse operaciones de custodia, compensación liquidación y administración electrónica de títulos valores Es una empresa privada de tenencia pública, cuyos principales accionistas son las Casas de Bolsa y está debidamente autorizada para operar como una central de custodia, compensación y liquidación de valores mediante Resolución No CNV 68 97 del 23 de julio de 1997 emitida por la CNV

Los servicios de custodia y administración de títulos valores que brinda LATIN CLEAR han venido a fortalecer la infraestructura existente en el mercado de valores que permite minimizar sustancialmente los riesgos propios de la movilización física de los títulos valores como el robo de valores extravío falsificación mutilación etc

De igual forma LATIN CLEAR permite abaratar costos de lo que implicaría el manejo manual de valores con la lentitud inseguridad y riesgo que representa y además genera un valor agregado en el mercado ayudando a los intermediarios financieros en su labor de administración de los valores para el beneficio de sus clientes

## **2 EL MERCADO DE LOS FONDOS DE PENSIONES**

### **2.1 Los cuentahabientes o fondistas, clientes de las empresas administradoras de fondos de pensiones**

#### **2.1.1 Afiliados a fondos de pensiones de administración privada (No del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos)**

Los cuentahabientes de fondos que administran las EAFP pueden provenir del sector público o del privado. Si tomamos como referencia a la empresa PROGRESO AFP vemos que administra tres grandes fondos: primero los FP (no SIACAP), segundo los Fondos de Cesantías (mecanismo basado en Ley 44 del 14 de agosto de 1995 que garantiza el pago de la prima de antigüedad e indemnización a los empleados con contrato por tiempo indefinido por parte de los empleadores en empresas que cuenten con 5 o más colaboradores con contrato por tiempo indefinido) y por último los más importantes en monto que son los del SIACAP.

De acuerdo con la SMV<sup>67</sup> en los últimos diez años el fuerte incremento de afiliados en las EAFP ha sido de 414% dado que los FP de administración privada

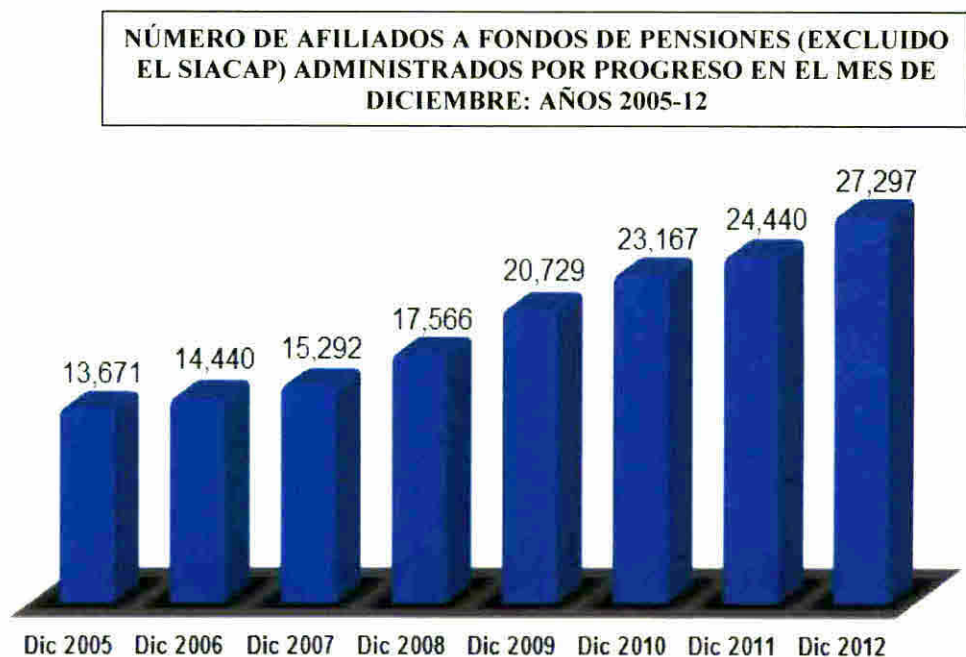
---

<sup>67</sup> SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES *Boletín informativo 40-2012* del 3 9 de octubre de 2012 página 21 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

ofrecen una forma segura de invertir a largo plazo, con rendimientos superiores a los que en la actualidad ofrecen los depósitos a plazo bancarios.

Se presenta a continuación el gráfico que ilustra el comportamiento histórico de afiliados a la EAFP PROGRESO, la de mayor importancia en el manejo financiero de fondos del SIACAP. Para el caso de los FP (no SIACAP), en la Gráfica N° 3, se observa el comportamiento de afiliados a Fondos de Pensiones (aparte del fondo de SIACAP y de los Fondos de Cesantías), de la empresa PROGRESO AFP: años 2005-12, tomado de su página Web.<sup>68</sup> y en la N° 4, se presenta consolidado con el de PROFUTURO:

**Gráfica N° 3**



Fuente: Progreso-AFP, [www.progreso-afp.com/acerca\\_progreso/estadisticas.html](http://www.progreso-afp.com/acerca_progreso/estadisticas.html)

<sup>68</sup> **PROGRESO AFP**, Acerca de PROGRESO, 2013. Ver en Bibliografía de: Información accesada de Internet.

Para el 2012, se registró un incremento anual de 11.7%, o sean 2,857 afiliados, que demuestra la dinámica de los fondos de pensiones, aun en medio de la difícil situación económica de los últimos años.

Igualmente, se puede observar este impulso en la grafica siguiente, que muestra el salto de los afiliados a FP (No SIACAP), desde el inicio de la década del 2000, con cerca de 6,000 afiliados, a más de 56,000, con la participación de las dos EAFP más importantes del país.

**Gráfica N° 4**

**NÚMERO DE AFILIADOS A LOS FONDOS DE PENSIONES ASOCIABLES CON EL SECTOR PRIVADO: AÑOS 2000 A 2011 Y SEPTIEMBRE DEL 2012**



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá. Boletín Informativo N° 40-2012, del 3-9 de octubre de 2012.

Dado que la esperanza de vida del panameño es en promedio de 77 años (74 para los hombres y 80 para las mujeres), tenemos un tiempo promedio de vida del jubilado, de 12 años para los hombres y 23 años para las mujeres, para disfrutar su pensión y ahorros.

## Cuadro N° 2

### POBLACIÓN AL 1 DE JULIO Y SU ESPERANZA DE VIDA, EN LA REPUBLICA DE PANAMA, SEGÚN LAS PROYECCIONES MAS RECIENTES AÑOS 2010-17

Año	Población (al 1 Julio)			Esperanza de Vida		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
2010	3 881 835	1 841 305	1 820 530	76 74	73 71	79 92
2011	3 723 821	1 871 748	1 852 072	76 95	73 94	80 12
2012	3 787 511	1 803 085	1 884 428	77 16	74 15	80 31
2013	3 850 735	1 834 284	1 916 471	77 36	74 36	80 50
2014	3 813 275	1 885 087	1 948 188	77 55	74 57	80 68
2015	3 875 404	1 895 895	1 978 708	77 75	74 78	80 87
2016	4 037 043	2 028 044	2 010 998	77 94	74 99	81 05
2017	4 088 135	2 058 085	2 042 050	78 13	75 19	81 23

Fuente INEC / CGR

De acuerdo con la Encuesta de Percepcion realizada durante un mes del 17 de mayo al 17 de junio de 2007 en su página de internet por la Comisión Nacional de Valores (hoy SMV) con el objetivo de conocer como perciben las personas los planes privados de pensiones e identificar la importancia del ahorro al momento de su jubilación vemos que el ahorro para jubilación es importante en 100% de las respuestas referidas a 49 informantes Además un 51% de encuestados conoce los planes de jubilación privados que se ofrecen en Panamá El 67% de encuestados no se encuentra afiliado a planes de fondo Y el 73 5% de encuestados considera como buena la alternativa de los FP que existen en el país<sup>69</sup>

Esto refuerza la opinión positiva, que se tiene respecto a la existencia de los fondos de pensiones sin embargo llama la atención el moderado conocimiento (51%) de la existencia de los planes de jubilación ofrecidos en el país y que la mayoría de investigados (67%) no esté afiliado a ningún plan de FP

<sup>69</sup> SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES Encuesta realizada por la Comisión Nacional de Valores a través de su Unidad Técnica de Pensiones (UTP) vía internet en el año 2007 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

## **2.1.2 Afiliados al fondo del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

La afiliación inicial de empleados públicos al SIACAP no fue halagüeña, ya que faltó una divulgación clara de las ventajas y desventajas, hubo problemas con los formularios de afiliación, errores en los reconocimientos de los montos de bonos por la CSS, demoras en la organización del SIACAP para la entrega de los recursos a empresas administradoras y en los pagos a los beneficiarios. Además, no existieron campañas divulgadoras de la situación de los fondos, lo que aumentó la incertidumbre asociada con el manejo de recursos confiados a otros.

Se suma la realidad difícil que vivió Panamá del 2001-2003, referida a un Producto Interno Bruto (PIB a precios de 1996, ver Anexo C.3) con crecimientos leves anuales de 2.7%, 0.6% y 2.2%, los más bajos en 15 años, de 1998-2012.

Los afiliados al SIACAP corresponden a personas que son o fueron empleados del sector público y aceptaron incluirse en el sistema, antes del 2002 o son miembros obligatorios al ser nombrados en la planilla pública, después del 2 de enero del 2002. A diciembre de 2012 se registraban 408,777 personas, con 98,343 (24.1%) cotizantes y 310,434 (75.9%) no cotizantes.

En la gráfica a continuación se observa la evolución positiva de afiliados desde noviembre del 2010, cuya tendencia refleja la situación creciente a su vez pronunciada en meses más recientes.

**Gráfica N° 5:**



Fuente: SIACAP, [www.siacap.gob.pa](http://www.siacap.gob.pa), SIACAP en Cifras, Hechos relevantes.

En el cuadro adjunto, se observa que la relación de no cotizantes entre cotizantes, en noviembre de 2010 era de 4 a 1 y a diciembre de 2012 (2 años después), mejoró a 3.2 no cotizantes contra uno que cotiza, que indica la entrada de recursos, a través de pagos de nuevos empleados activos, sobre los no cotizantes. En los datos hubo baches en algunos registros que no presentó el SIACAP en su publicación web, sin embargo se observa en las relaciones, el comportamiento estructural, de aproximadamente 4 a 1, no cotizantes versus cotizantes.



**Cuadro N° 3**  
**NÚMERO DE AFILIADOS COTIZANTES Y NO COTIZANTES AL SIACAP:**  
**NOVIEMBRE DE 2010 A FEBRERO DE 2013**

Año	Mes	Cotizantes	No cotizantes	TOTAL	Relaciones	
					% Cotiz	NC/C
2010	NOV	72,098	296,454	368,552	19.6	4.11
	DIC	73,616	294,936	368,552	20.0	4.01
2011	ENE	75,151	297,969	373,120	20.1	3.96
	FEB	73,842	299,916	373,758	19.8	4.06
	MAR	71,844	302,512	374,356	19.2	4.21
	ABR	75,511	301,221	376,732	20.0	3.99
	MAY	75,401	302,044	377,445	20.0	4.01
	JUN	77,277	301,252	378,529	20.4	3.90
	JUL	75,793	306,589	382,382	19.8	4.05
	AGO	77,219	309,985	387,204	19.9	4.01
	SEP	81,220	307,437	388,657	20.9	3.79
	OCT	79,631	310,004	389,635	20.4	3.89
	NOV	77,374	314,263	391,637	19.8	4.06
	DIC	83,842	309,112	392,954	21.3	3.69
2012	ENE	45,623	347,733	393,356	11.6	7.62
	FEB	76,175	318,455	394,630	19.3	4.18
	MAR	80,784	314,370	395,154	20.4	3.89
	ABR	77,269	318,227	395,496	19.5	4.12
	MAY			-		
	JUN	80,696	315,746	396,442	20.4	3.91
	JUL	72,978	324,164	397,142	18.4	4.44
	AGO	71,921	327,251	399,172	18.0	4.55
	SEP	83,940	315,395	399,335	21.0	3.76
	OCT	89,312	312,393	401,705	22.2	3.50
	NOV	94,798	313,423	408,221	23.2	3.31
	DIC	98,343	310,434	408,777	24.1	3.16
2013	ENE	103,343	306,442	409,785	25.2	2.97
	FEB	99,365	317,819	417,184	23.8	3.20

Fuente: SIACAP, [www.siacap.gob.pa](http://www.siacap.gob.pa), SIACAP en Cifras, Hechos relevantes.

Al inicio, el mercado de fondos de pensiones complementarios del SIACAP, presentaba un régimen voluntario, por lo que un grupo de empleados (58%) prefirió hacer uso inmediato del capital, explicado en parte, por la inclinación personal hacia el consumo actual y por la otra en el desconocimiento de las ventajas y la desconfianza. De allí que sólo un 42% de empleados públicos, se mantuvo como afiliado activo, con aportes de 2% mínimo. A partir del 2 de enero de 2002, la Ley 29 de 3 de julio de 2001, indica que al ser nombrados los empleados públicos, les es

obligatorio pertenecer al referido régimen con la excepción de los de la Policía Nacional los del Cuerpo de Bomberos y los educadores

La desconfianza original reflejada en las personas respecto a estas actividades fue muy bien señalada, en un informe preparado sobre las pensiones complementarias en Panama

**“Debemos concluir señalando que, existe una gran desconfianza por parte de los servidores publicos, en cuanto a la administración de fondos, ya que en la mayoría de los casos señalan que el Estado no se hace responsable por las pérdidas o desmejoramiento de estos fondos, por lo cual puede suceder que el trabajador pierda todo y nadie se haga responsable “<sup>70</sup>**

Del SIACAP quedaron excluidos segun la Ley 8 original los miembros de la Fuerza Publica y del Cuerpo de Bomberos que se rigen por Regimenes Especiales de Jubilación Igualmente se creó el régimen especial para los educadores (PRAA) que tuvo un efecto importante en el Sistema, que benefició inicialmente a unos 300 educadores<sup>71</sup>

En el caso de la compensación que se esperaba por la salida de los educadores con la entrada de empleados de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) como afiliados del SIACAP no fue posible porque la ley especial que rige a los empleados de la ACP los exceptua de gravámenes y consideran como tal el cobro del SIACAP

El numero de empleados publicos de los ultimos 6 años crece situándose para el 2011 en 229 661 funcionarios (ver cuadro adjunto) con un incremento de 5 2% (y 6 2% en 2010) de los que el Gobierno Central posee 128 507 (un 56% del total) las entidades autónomas o semiautónomas 92 316 personas (40 2%) y los

<sup>70</sup> CEDEÑO Op cit. página 140

<sup>71</sup> MUÑOZ, Mario *Aprueban proyecto sobre el SIACAP* En Diario La Prensa, 8 de junio de 2000

municipios 8,838 colaboradores (3.8%). Para el 2012, se da una leve reducción de 0.4%, basada en la caída en 2.0% de la planilla del Gobierno Central, situando la planilla en 228,701 empleados.

#### Cuadro N° 4

##### NÚMERO DE EMPLEADOS EN EL SECTOR PÚBLICO EN LA REPÚBLICA, VARIACIÓN PORCENTUAL Y PESO EN EL TOTAL: AÑOS 2000-12

Año	Total	Var%	Gobierno Central	Var%	Entidades Autonomas y Semiauton	Var%	Municipios	Var%	% Gob. Central	% Entid. Aut. y Semi aut.	% Municipios
2000	<b>163,614</b>		96,371		59,794		7,449		58.9	36.5	4.6
2001	<b>171,711</b>	<b>4.9</b>	99,618	3.4	64,657	8.1	7,436	(0.2)	58.0	37.7	4.3
2002	<b>178,237</b>	<b>3.8</b>	102,255	2.6	68,922	6.6	7,060	(5.1)	57.4	38.7	4.0
2003	<b>182,572</b>	<b>2.4</b>	104,936	2.6	70,234	1.9	7,402	4.8	57.5	38.5	4.1
2004	<b>183,707</b>	<b>0.6</b>	105,620	0.7	68,170	(2.9)	9,917	34.0	57.5	37.1	5.4
2005	<b>183,218</b>	<b>(0.3)</b>	103,649	(1.9)	69,542	2.0	10,027	1.1	56.6	38.0	5.5
2006	<b>187,219</b>	<b>2.2</b>	107,378	3.6	69,633	0.1	10,208	1.8	57.4	37.2	5.5
2007	<b>195,205</b>	<b>4.3</b>	111,394	3.7	72,717	4.4	11,094	8.7	57.1	37.3	5.7
2008	<b>203,669</b>	<b>4.3</b>	115,120	3.3	76,798	5.6	11,751	5.9	56.5	37.7	5.8
2009	<b>205,671</b>	<b>1.0</b>	115,197	0.1	79,682	3.8	10,792	(8.2)	56.0	38.7	5.2
2010	<b>218,318</b>	<b>6.1</b>	122,108	6.0	84,073	5.5	12,137	12.5	55.9	38.5	5.6
2011	<b>229,661</b>	<b>5.2</b>	128,507	5.2	92,316	9.8	8,838	(27.2)	56.0	40.2	3.8
2012	<b>228,701</b>	<b>(0.4)</b>	125,925	(2.0)	93,382	1.2	9,394	6.3	55.1	40.8	4.1

Fuente: INEC, Contraloría General de la República, con base en datos de planillas de la Caja de Seguro Social (CSS).

En este total, se incluyen empleados que no son aplicables para los fondos del SIACAP, según la Ley 8 del SIACAP, artículo 21, como son los educadores, policías, bomberos y empleados de la ACP. Al hacer un ejercicio de ajuste que excluya estos empleados, el total queda para el 2012 en 141,092 personas, con una caída de 1.6% anual, lo que se aprecia en el siguiente cuadro:

**Cuadro N° 5**

**ESTIMACIÓN DEL NUMERO DE EMPLEADOS DEL SECTOR PUBLICO EXCLUIDOS LOS  
POLICÍAS EDUCADORES BOMBEROS Y EMPLEADOS DE LA ACP AÑOS 2009-12**

<b>Detalles</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Empleados del Sector Publico</b>	<b>205,671</b>	<b>218,318</b>	<b>229 661</b>	<b>228,701</b>
<b>Variación porcentual</b>		<b>6.1</b>	<b>5.2</b>	<b>(0.4)</b>
<b>Empleados del Sector Publico sin PEBC</b>	<b>129 117</b>	<b>136,815</b>	<b>143 428</b>	<b>141,092</b>
<b>Variación porcentual</b>		<b>6.0</b>	<b>4.8</b>	<b>(1.6)</b>
<b>Total de Policías Educadores Bomberos y empleados de la ACP</b>	<b>76,554</b>	<b>81,503</b>	<b>86,233</b>	<b>87 609</b>
<b>Ajustes a Ministerios 1/</b>	<b>65 097</b>	<b>70 206</b>	<b>74 744</b>	<b>75 873</b>
<b>Ministerios 2/</b>	<b>65 096</b>	<b>70 205</b>	<b>74 743</b>	<b>75 872</b>
<b>Gobierno y Justicia</b>	<b>21 174</b>	<b>23 063</b>	<b>25 524</b>	<b>26 556</b>
<b>Seguridad*</b>	<b>16 803</b>	<b>19 314</b>	<b>22 200</b>	<b>23 360</b>
<b>Resto</b>	<b>4 371</b>	<b>3 749</b>	<b>3 324</b>	<b>3 196</b>
<b>Educación</b>	<b>48 293</b>	<b>50 891</b>	<b>52 543</b>	<b>52 512</b>
<b>Entidades descentralizadas y empresas publicas</b>	<b>11,457</b>	<b>11,297</b>	<b>11,489</b>	<b>11,736</b>
<b>Cuerpo de Bomberos</b>	<b>1 745</b>	<b>1 464</b>	<b>1 531</b>	<b>1 649</b>
<b>Empleados Autoridad del Canal de Panamá (ACP)</b>	<b>9 712</b>	<b>9 833</b>	<b>9 958</b>	<b>10 087</b>

1/ PEBC corresponde al total de Policías Educadores Bomberos y empleados de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP)

2/ Incluye ajuste para deducir un 5% de empleados administrativos

3/ Incluye Ministerio de Educación y Seguridad (resto del Ministerio de Gobierno y Justicia)

Estimado a partir del desglose de 2011 en que se crea el Ministerio de Seguridad que es similar al de 2 donde la Seguridad pesa 87% del total

Entre los estudios disponibles realizados a hogares panameños la Encuesta de Ingresos y Gastos de los Hogares años 2007-08 realizada por el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) de la Contraloría General de la República, se observó que el 60% de los hogares ubicados en los primeros deciles (cada tramo de 10 por ciento) de ingreso en Panamá, son consumidores que gastan más de lo que declaran recibir en un cociente de relación promedio de 1.12/1 o sea que por cada balboa

ingresado al hogar se gasta B/ 1 12 y en el primer decil el cociente es de 1 35/1 (Ver Anexo C 4)

En la búsqueda de la realidad del hogar panameño y el individuo podemos ver la práctica de ahorro basados en los resultados de la Encuesta de Niveles de Vida (ENV) de Panamá, realizada por la Contraloría General de la República y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) en el año 2008. El ahorro declarado por hogares y personas se presenta en el cuadro siguiente

**Cuadro N° 6**

**SITUACIÓN DEL AHORRO EN HOGARES Y PERSONAS EN LA REPÚBLICA AÑO 2008**

Hogares según nivel de pobreza (Consumo)	Ahorro en Hogares					Ahorro en personas				
	Total	Ahorra	%	No ahorra	%	Total	Ahorra	%	No ahorra	%
Total	893,470	404,453	45.3	489,017	54.7	3,334,287	619,079	18.6	2,715,208	81.4
Extremo	77,508	8,050	10.4	69,458	89.6	481,162	9,148	1.9	472,014	98.1
No Extremo	125,158	28,333	22.6	96,825	77.4	609,164	35,285	5.8	573,879	94.2
No Pobre	690,804	368,070	53.3	322,734	46.7	2,243,961	574,646	25.6	1,669,315	74.4

Fuente: Encuesta de Niveles de Vida año 2008 MEF y CGR

Observamos que el 45.3% de los hogares y el 18.6% de las personas practican el ahorro que a su vez se agrava si lo vemos según la situación de pobreza. En la extrema solo ahorra el 10.4% de hogares y el 1.9% de individuos. Existe además un patrón consumista del panameño en evidencia, con lo referido al suceso del denominado CERPAN explicado más adelante.

Actualmente la mayor confianza de los fondistas se basa en la experiencia y buen desempeño conocido de las EAFP todo lo que es esperable dado que el sistema ha llevado un desarrollo con buenos resultados

## **2.2 Los agentes de retención de cuotas para el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

Los agentes de retención comprenden a las entidades públicas (Gobierno Central entidades descentralizadas municipios y empresas públicas) que descuentan las cuotas correspondientes del SIACAP de los sueldos y salarios de los colaboradores Su función como agentes recaudadores de los recursos se maneja desde las unidades de recursos humanos de cada entidad y tienen el deber de remitir los montos recaudados a la entidad registradora pagadora, así como los registros relacionados con el movimiento de montos y colaboradores A su vez, a la Contraloría General de la República, según el artículo 83 de la Ley 8 de 1997 le corresponde verificar que las entidades públicas retengan las contribuciones y aportes al SIACAP de sus empleados y los transfieran a las EAFP dentro de los plazos establecidos

Otra de las funciones importantes de los agentes es la de hacer llegar a cada afiliado su estado de cuenta trimestral

## **2.3 Las empresas administradoras de inversiones de fondos de pensiones**

Los fondos sociales de pensiones son a nivel privado administrados por bancos compañías de seguros o entidades financieras especializadas autorizadas por el estado para manejar fondos

A las entidades que establecen los fondos se les llama patrocinadores que son los empleadores o patronos del beneficiario del fondo y pueden ser empresas privadas o del estado

El patrocinador del plan puede usar personal propio para administrar el mismo todos los activos de pensión, distribuir los activos de pensión a una o más empresas de administradoras de fondos o combinar ambas alternativas

De estas posibilidades surgen las empresas que administran los fondos que pueden ser

- Las compañías aseguradoras lo cual puede ser a través de una subsidiaria propia
- Los departamentos de fideicomiso de los bancos comerciales
- Las empresas de administracion de fondos independientes a bancos o aseguradoras
- Entidades extranjeras que también pueden administrar FP

Existen además servicios contratados a empresas para que efectuen los registros y paguen a los beneficiarios tal es el caso actual de la empresa PROFUTURO S A desde diciembre del 2005 y con anterioridad fue Credicorp Bank (1999 2005)

De acuerdo con la SMV en Panamá están registradas 17 Empresas Administradoras de Inversión autorizadas de las que mencionamos a PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantias a PROFUTURO Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantias S A a HSBC

Investment Corporation (Panamá) a la Administradora de Inversiones de la Caja de Seguro Social y a CREDICORP Fondo de Pensiones y Cesantías (Ver Anexo D 7)

La situación actual observable de los FP aparte del SIACAP presenta una tendencia favorable asociable con el comportamiento de los afiliados visto en el punto C 1 a, anterior comentada además en medios financieros

**“Los fondos de pensión privada siguen aumentando progresivamente y para julio de este año el patrimonio administrado por las empresas administradoras de fondos ya alcanzaba los \$255,5 millones, un crecimiento de \$22,8 millones desde el mes de enero registrando un aumento promedio de \$3,2 millones mensuales  
Para el año 2010 el patrimonio de los fondos de pensión se situaba en solo \$178 millones ”<sup>72</sup>**

La administración y sus campañas promocionales sobre el ahorro previsional (de jubilados) unido a las limitaciones conocidas sobre la jubilación del sistema de reparto (CSS) y al riesgo que conlleva, están haciendo que cada vez más personas se decidan a abrir o aumentar sus ahorros para la jubilación

## **2.4 Los montos administrados de fondos de pensiones**

Los montos administrados de FP corresponden a fondos para cesantías pensiones privadas (no SIACAP) o el mismo SIACAP. En el caso de los fondos totales administrados por PROGRESO desde el año 2003 a la fecha, presentan un comportamiento anual creciente exceptuando el registro del 2011 como se observa en la Gráfica N° 6. Para ese año caen en 2,6 % debido al bajón en los fondos de SIACAP (para el 2011 disminuyen en 20%) dada la aplicación de la Ley 60 del 11

---

<sup>72</sup> GONZÁLEZ Ricardo *Fondos de pensión podrían llegar a \$290 millones* En Semanario Capital Financiero redactado el 8 de septiembre del 2012

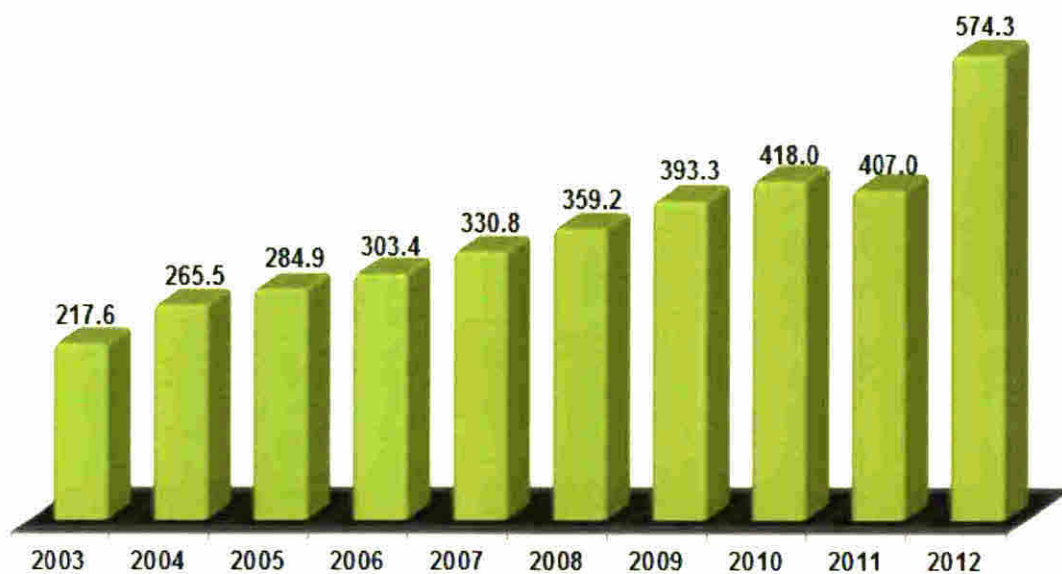


de octubre de 2010, que provocó la redención de los CERPANES vencidos, que a partir de enero de 2011, dejaron de generar beneficios a sus tenedores no titulares del bono. (Ver Capítulo Tercero, numeral 4, así como el Capítulo Cuarto, numerales 1, 3 y 4).

Después de la afectación del 2011, los fondos se recuperaron fuertemente para el 2012, aumentando en 41.1 % y situándose en B/.574.3 millones.

**Gráfica N° 6**

**MONTO TOTAL DE FONDOS ADMINISTRADOS POR  
PROGRESO EN DICIEMBRE: AÑOS 2003-12**



Fuente: Progreso AFP. Página Web [www.progreso-afp.com](http://www.progreso-afp.com): Estadísticas

En la gráfica siguiente, podemos observar la tendencia creciente de los montos administrados por PROGRESO AFP, aparte de los fondos de SIACAP, que se estudian en el siguiente capítulo y los de cesantías. Para el 2011, los montos referidos ascendieron 18.9 %, o sea en B/.15.6 millones anuales, situándose en B/.98.3

millones. Para el 2012, se ubicaron en B/.119.4 millones, con un importante incremento de 21.5 % y un peso dentro del total administrado por la EAFP, de 20.8%.

**Gráfica N° 7**



Fuente: Fuente: Progreso AFP. Página Web [www.progreso-afp.com](http://www.progreso-afp.com): Estadísticas

Basados en promoción y campañas que realizan en medios, se observa un comportamiento dinámico, que le da riqueza al sector financiero y fuentes de recursos de largo plazo a nuestra economía.

## **2.5. Las compañías de seguros**

Del sector financiero, según observamos al inicio de este capítulo, existe la actividad de seguros de vida (6511), que como parte de los ramos que administran las compañías de seguros, brinda servicios asociados con los FP.

Por una parte las compañías de seguros pueden pertenecer a grupos empresariales que incluyen bancos financieras aseguradoras y administradoras de inversiones incluidas las de fondos de pensiones Por la otra pueden ser contratadas por el afiliado para que en su retiro le administren sus beneficios de forma acordada paulatinamente a través de un seguro de renta vitalicia O en caso de fallecimiento sus beneficiarios designados lo decidan La empresa registradora transfiere los fondos hacia la aseguradora, según lo decida el afiliado

Según el artículo 5 de la Ley N° 8 de 1997 del SIACAP el afiliado que cumpla con la edad requerida para recibir pensión de vejez o de invalidez permanente reconocida por la CSS podrá optar por varias alternativas para el cobro de beneficios

- 1) Solicitar el pago de su saldo de cuenta individual
- 2) Repartir el monto de su cuenta en pagos mensuales de acuerdo con su expectativa de vida y tasa de descuento correspondiente
- 3) Comprar un seguro de renta vitalicia en forma de pagos mensuales por el resto de su vida
- 4) Repartir el monto de su cuenta, en pagos mensuales por un determinado número de años de vida.
- 5) Combinación de las modalidades anteriores

El punto 3 sobre la compra de renta vitalicia, contempla a las compañías de seguro para administrar el monto que reciba el afiliado o beneficiario según tome cada uno esta decisión a su potestad de la forma en que recibirá los beneficios a que tiene derecho

## **CAPITULO TERCERO**

### **LA ADMINISTRACION Y REGULACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PUBLICOS**

# **1 ADMINISTRACIÓN Y REGULACIÓN DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PUBLICOS POR PARTE DEL ESTADO**

## **1.1 El Consejo de Administración del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

De acuerdo con el artículo 2 de la Ley N° 60 de octubre del 2010 que reforma el artículo 7 de la Ley N° 8 de 1997 la administración del SIACAP estará a cargo de un Consejo de Administración (CODA) cuyos miembros permanecerán por periodos de tres años desde su nombramiento. Lo integrarán ocho personas y sus suplentes que se reunirán por lo menos una vez al mes. Lo componen específicamente

- Un miembro de libre nombramiento y remoción del Órgano Ejecutivo quien lo presidirá
- El Ministro de Economía y Finanzas o quien él designe
- El Ministro de Comercio e Industrias o quien él designe
- El Gerente General del Banco Nacional de Panamá o quien él designe
- Dos representantes de los servidores públicos escogidos de la terna propuesta por las asociaciones de los servidores públicos
- Un representante escogido de la terna propuesta por los empleados del Órgano Judicial y del Ministerio Público
- Un representante escogido de la terna propuesta por la asociación de enfermeras y auxiliares de enfermería con personería jurídica, enfermeras de Panamá y por la Asociación de técnicos de enfermería.

**Las funciones del CODA segun el articulo 8 de la referida Ley 8 son**

- 1) Seleccionar una empresa registradora pagadora para la apertura, registro y pago de las cuentas individuales por un periodo de cinco años**
- 2) Designar a la CSS para que opere permanentemente como entidad administradora de inversiones de los recursos del SIACAP**
- 3) Seleccionar a una o más instituciones oficiales privadas o cooperativas para que operen como administradoras de inversiones de los recursos del SIACAP por un periodo de cinco años cada vez**
- 4) Establecer las directrices y politica general aplicables al SIACAP**
- 5) Orientar vigilar y fiscalizar el funcionamiento general y la buena marcha del SIACAP e instruir y ordenar lo conducente a las entidades que tengan a su cargo la ejecución de operaciones de registro pagaduria e inversión de recursos del SIACAP**
- 6) Designar un secretario ejecutivo que además de sus funciones administrativas tramite órdenes de pago y beneficios adicionales a que tengan derecho los servidores publicos o los terceros de acuerdo con la Ley**
- 7) Resolver en segunda instancia los reclamos que interpongan los afiliados o cualquier persona interesada.**
- 8) Rendir y publicar anualmente un informe de todas sus actividades y el estado financiero del SIACAP y de las instituciones oficiales privadas o cooperativas que operen como entidades administradoras**
- 9) Contratar mediante acto publico a una firma independiente de auditores por un periodo de tres años cada vez que realice la auditoria de cuentas y**

manejo de los recursos del SIACAP por parte de las entidades administradoras en forma mensual y anual que incluye la verificación del cumplimiento de lo dispuesto por la Ley y ejecutará la auditoria anual de las cuentas del Consejo

10) Satisfacer las prestaciones que establece la Ley

11) Iniciar todas las acciones legales que correspondan en contra de aquel que cause un perjuicio a los recursos del SIACAP

12) Dictar su reglamento interno

13) Las demás que le señalen la Ley su reglamento y otras disposiciones aplicables

De acuerdo al numeral 6 recién mencionado el Consejo designa un Secretario Ejecutivo que tendrá funciones definidas en el artículo 9 de la Ley 8 tales como dar fe publica de las decisiones y acuerdos del Consejo preparar la documentación sobre asuntos que se tratarán servir de enlace entre el Consejo y las entidades administradoras de inversión y registradora pagadora, con los auditores independientes emitir los actos administrativos referidos a instruir y ordenar lo necesario para orientar vigilar y fiscalizar las actividades de las empresas registradora pagadora y las administradoras de inversiones expedir las resoluciones sobre las prestaciones y presentar recomendaciones al Consejo sobre las reformas necesarias en los sistemas métodos y procedimientos administrativos

En el organigrama del CODA (ver Anexo A) se observa que el SIACAP lo componen unidades de Administración Asesoría Legal Asesoría Comunicacional Fiscalización Financiera, Normativa Financiera, Prestaciones y Reclamos Tecnología

de la Información y la de Cuentas individuales y CERPAN. La oficina con la función clave para fiscalizar y garantizar los fondos es la Unidad de Fiscalización Financiera.

El CODA es un ente regulador, si tomamos en cuenta que según el artículo 8, numeral 5, debe "*orientar, vigilar y fiscalizar el funcionamiento general y la buena marcha del SIACAP*". A partir de la Ley N° 67, de septiembre 2011, con la creación del Consejo de Coordinación Financiera, el SIACAP, es uno de los 6 entes de coordinación del sector financiero, lo que integra la cobertura de la fiscalización del sector financiero nacional. El siguiente esquema, ilustra la composición de relaciones del SIACAP:

#### Esquema N° 5

#### RELACIONES ENTRE EL SIACAP Y SU ENTORNO BÁSICO



Fuente: SIACAP.

Según el artículo 7 de la Ley N° 8, los recursos financieros del Consejo de Administración del SIACAP, son los que el estado le asigne a través del Presupuesto General del Estado. En otras palabras el CODA, se financia con recursos del Estado.



Existe además un Reglamento del SIACAP (Decreto Ejecutivo N° 27 del 30 de junio de 1997) que en su Título VI desarrolla la orientación fiscalización y vigilancia del SIACAP siguiendo los términos mencionados de la Ley N° 8. En su Título VII artículo 88 especifica que los miembros del Consejo podrán ser removidos de su cargo por actuaciones que causen perjuicios al SIACAP o a sus afiliados sin perjuicio de las responsabilidades que contempla el artículo 8 de la Ley en cuyo caso no podrán ejercer cargo público alguno por un plazo de diez años.

En cuanto a la misión, visión y valores institucionales del SIACAP presentados en su Plan Estratégico<sup>73</sup> tenemos:

- **Misión del SIACAP** Supervisar, regular y promover el fondo previsional del SIACAP de acuerdo a estándares internacionales para mejorar la calidad de vida de los afiliados al momento de pensionarse.
- **Visión del SIACAP** Liderar el mercado de pensiones complementarias estimulando la cultura del ahorro previsional y ofreciendo la mejor prestación con los más altos criterios de seguridad, diversificación y rendimiento.”
- **Valores del SIACAP** 1 Competencia, 2 Compromiso, 3 Enfoque al afiliado, 4 Ética, 5 Honestidad, 6 Integridad, 7 Lealtad, 8 Respeto, 9 Responsabilidad, 10 Trabajo en equipo y 11 Transparencia.

El Análisis de FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas) es un conocido mecanismo para caracterizar estructuras organizacionales diversas basado en las partes internas (Fortalezas y

---

<sup>73</sup> DE CASTILLERO, Elsebir Ducreaux, Dra. “*Plan Estratégico SIACAP*” 15 de diciembre de 2012, páginas 6 a 9. Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet.

Debilidades) de la entidad estudiada y en las partes externas a la misma entidad (que son sus Oportunidades y Amenazas) El SIACAP dispone de un Análisis FODA elaborado a fines del 2012<sup>74</sup> Del referido informe obtenido citamos los componentes que resalten importantes características

- **FORTALEZAS**

F1 Mejor rendimiento del mercado

F5 Personal académicamente preparado y con experiencia

F7 El descuento del 2% es obligatorio y amparado por Ley

F10 Solidez Financiera

- **OPORTUNIDADES**

O3 Respaldo del gobierno en materia del desarrollo del sistema previsional

O5 Apoyo y afiliación de organismos internacionales de supervisión de organismos de pensiones

O6 Modificación de la ley actual del SIACAP para lograr separar los roles de supervisor y gestor

O8 Adopción de los lineamientos básicos del MSBR (Modelo de Supervisión Basada en Riesgos) para una supervisión prudencial

- **DEBILIDADES**

D6 Falta de manuales de procedimientos e instructivos

D8 La ley no separa los roles de gestor y supervisor lo que lleva a tener doble funciones ante los operarios

---

<sup>7</sup> **IBÍDEM** páginas 11 y 12

**D9 D11 Falta de capacitación orientada a supervisión basada en riesgo y auditoria**

**D14 Falta de especialización en la supervisión y la gestión del Sistema**

• **AMENAZAS**

**A1 El mercado de los fondos de la empresa privada es más agresivo y desarrollado porque cuenta con una mayor inversión**

**A4 Los fondos privados (No SIACAP) tienen un apoyo corporativo**

**A7 Ser absorbidos por otro ente supervisor**

**A9 Problemas para contratar y evitar fugas del recurso humano ante la mejor remuneración que le presente el sector privado**

**De las debilidades planteadas en el citado FODA existen puntos superados ya que el SIACAP presenta en su página Web un Manual de Normas Procedimientos e Instructivos básicos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos igualmente laboran en la propuesta de reformas en la legislación que separe los roles de gestor y supervisor para una fiscalización más efectiva en la recaudación de recursos además graduaron varios colaboradores en la capacitación sobre el Modelo de Supervisión Basado en Riesgos (MSBR) mencionado arriba como oportunidad dentro del FODA**

**En su memoria institucional del 2012 la Directora del SIACAP planteó los logros alcanzados con sus nuevas instalaciones mejor plataforma tecnológica e identificación como prioridad, de adoptar el MSBR. Afirma además plena confianza en su gestión como se puede leer a continuación**

**“Nuestros afiliados pueden tener la seguridad y confianza de que el SIACAP está realizando constantemente mejoras en el Sistema que sus fondos están protegidos, vigilados y administrados con mucha eficiencia lo que es reflejo de la responsabilidad que tenemos los que laboramos en esta institución ”<sup>75</sup>**

El SIACAP como entidad del sector financiero requiere demostrar confiabilidad estabilidad dinamismo y resultados favorables El programa actual de la entidad es adecuado al apuntar sus mejoras en la migración y establecimiento del Modelo de Supervisión Basada en Riesgos (MSBR) como nuevo enfoque de gestión que se recomienda y aplica internacionalmente en las entidades financieras principalmente las de pensiones cuyo objetivo es identificar y evaluar los principales riesgos que enfrenten las entidades fiscalizadas que a su vez, deben priorizar en el seguimiento y evaluación de sus riesgos El modelo comprende un enfoque integral y preventivo aplicado en lo correspondiente por el regulado (EAFP) y por el regulador (SIACAP)

**“Es integral dado que incorpora la revisión de todos los riesgos relevantes en cada actividad y es preventivo porque procura predecir situaciones de debilidad respecto a la gestión de los riesgos por las entidades fiscalizadas y a los controles internos asociados a sus principales procesos operativos, promoviendo su corrección y profundo mejoramiento ”<sup>76</sup>**

En este sentido los planes de mejoramiento del SIACAP registrados en su Memoria del 2012 están enfocados a la implantación del mencionado MSBR en el próximo quinquenio que debe dar mayor consistencia y confianza a este subsector financiero dedicado a administrar fondos de pensiones al sustituir el actual modelo

---

<sup>75</sup> SIACAP *Memoria Institucional del 2012* Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet, página 15

<sup>76</sup> BERSTEIN Op cit páginas 198 99

de gestión. Igualmente consideran en sus planes el incremento de la promoción de los fondos de pensión del SIACAP en campañas publicitarias.

## **1.2 El proceso de escogencia de las empresas administradoras de fondos de pensiones del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

La importancia del proceso de escogencia de las empresas administradoras de fondos (EAFP) radica en que se aseguran las características fundamentales para el adecuado desarrollo y rentabilidad de la administración de los recursos ajenos. Según la Ley 67 (artículo 65) un administrador de inversiones es la

**“Persona a la que una sociedad de inversión delegue individualmente o junto con otros administradores de inversiones la facultad de gestionar, manejar, invertir y disponer de los valores y bienes de la sociedad de inversión. Los administradores de inversiones podrán prestar los servicios propios de un proveedor de servicios administrativos del Mercado de Valores a las sociedades de inversión exclusivamente.”**

Y a su vez la sociedad de inversión es la

**“Persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual que se dedique al negocio de obtener dinero del público inversionista, a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, directamente o a través de administradores de inversión, en valores, divisas, metales e insumos, bienes inmuebles o cualesquiera otros bienes que determine la Superintendencia.”**

En este sentido, el SIACAP se asemeja a una sociedad de inversión que se encarga de velar por el buen desarrollo del fondo asignado, guiada por la normativa existente y acciones permitidas.

El artículo 15 de la Ley del SIACAP (Ley 8 de 1997) describe los componentes o requerimientos básicos que deben poseer las EAFP y estos tienen la

**cobertura para el objetivo de realizar una buena selección Se indica que la selección de las entidades administradoras de inversiones se hará mediante el procedimiento de acto publico que incluye una precalificación previa, en la que las empresas interesadas nacionales o extranjeras deberán comprobar que llenan los requisitos minimos de elegibilidad para ejercer las funciones indicadas entre los que están**

- Disponibilidad de instalaciones físicas y recursos humanos necesarios para la administración de inversiones**
- Experiencia en la administración y manejo de inversiones financieras a nivel nacional y/o internacional**
- Disponibilidad de adecuados sistemas de información sobre las transacciones en el mercado nacional e internacional de inversiones y de valorización de inversiones**
- Reconocido prestigio en el mercado nacional y/o internacional en asuntos relacionados con administración de inversiones**
- Sólida situación financiera y económica**
- Reconocida solvencia moral de la empresa y de sus directores**

**En cuanto al perfil definido por el artículo 39 vigente del Decreto-Ley 1 de 1999 las empresas deben**

- Demostrar que tienen la capacidad técnica, administrativa y financiera y el personal necesario para prestar los servicios de administrador de inversiones de sociedades y fondos de inversión para cumplir con las**

disposiciones del presente Decreto Ley y sus reglamentos y para fiscalizar que sus directores dignatarios y empleados las cumplan

- Cumplir con los requisitos establecidos por el Decreto Ley 1 de 1999 y sus reglamentos para el otorgamiento de la licencia y la operación del negocio
- En caso de ser un administrador de inversiones extranjero tener una licencia otorgada por una jurisdicción extranjera que le permita dedicarse al negocio de administrador de inversiones en dicha jurisdicción
- Presentar la documentación requerida
- Otros

De acuerdo con lo observado las empresas contratadas y la CSS son escogidas con fundamento en la legislación vigente Las empresas privadas presentan un perfil de respaldo económico (se puede observar más adelante en el Esquemas 6) a que grupos financieros pertenecen PROGRESO y PROFUTURO) experiencia en la administración de recursos (PROFUTURO inicia operaciones en 1997 y PROGRESO en 1998) entorno adecuado como es el caso del Centro Bancario Internacional y la ubicación en plaza de moneda dura (al ser de curso legal en Panamá, el dólar norteamericano)

### **1.3 La legislación sobre la inversión de Fondos de Pensiones en Panamá**

A partir del Decreto Ley 1 del 8 de julio de 1999 la regulación de EAFP la realiza la CNV (hoy SMV) con excepción de la administración de fondos del SIACAP regulados por la Ley 8 y su posterior reforma en la Ley 60 del 2010

La legislación para la inversión de los fondos hasta septiembre de 1999 se inclinaba hacia usos en el mercado hipotecario Se debían invertir por lo menos el

30% de los fondos captados en hipotecas cédulas hipotecarias participaciones de hipotecas o bonos respaldados por garantías hipotecarias dentro del territorio nacional (artículos 8 y 9 de Ley 10 de 1993) La modificación a estos artículos en el Decreto Ley 1 de 1999 mejora la flexibilidad para la inversión de fondos según se menciona

**Los fondos captados por los planes deberán ser invertidos por su administrador de inversiones de conformidad con los objetivos y las políticas de inversión establecidos en los términos del plan e indicados en el prospecto La Comisión Nacional de Valores podrá mediante acuerdo dictar parámetros de inversión para asegurar que los objetivos y las políticas de inversión de los planes son consonos con los objetivos y los fines de planes de jubilación y pensión**

Este artículo 8 es revisado con la Ley 67 del 1 de septiembre de 2011 que crea la Superintendencia del Mercado de Valores reformando el Decreto Ley 1 y la Ley 10 de 1993 En el artículo 103 se reformula el artículo 8

**“Artículo 103 El artículo 8 de la Ley 10 de 1993 queda así  
Artículo 8 Las entidades administradoras de fondos de pensiones y jubilaciones deberán tener por lo menos un fondo básico que observe los siguientes parámetros de inversión**

**Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por el Estado panameño bajo las leyes de la República de Panamá y que se negocien habitualmente en las Bolsas de Valores autorizadas en la República de Panamá hasta por un monto no mayor del ochenta por ciento (80%) del valor de los recursos de los fondos de pensiones a su cargo ( )”**

La misma Ley igualmente plantea de este tema

**“Artículo 104 Se adiciona el artículo 8-A a la Ley 10 de 1993, así  
Artículo 8-A Las entidades administradoras de fondos de pensiones y jubilaciones podrán crear fondos distintos del fondo básico, con diferentes perfiles de riesgo y rentabilidad esperada ”**



La Ley N° 8 del SIACAP rige sobre los servicios que prestarán las empresas como administradoras de inversiones de FP de los empleados publicos Esta Ley fue reformada por la Ley 60 del 11 de octubre de 2010 que modificó su Artículo 18 en los Artículos 4° y 5 En el Artículo 4° se especifica que el CODA queda facultado para establecer las politicas de inversión incluidas las de calidad diversificación liquidez, limites máximos de inversión valoracion de cartera, custodia de valores y limites de operaciones con contrapartes El articulo 5° describe las inversiones permitidas con recursos del SIACAP a saber

- 1) Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por el estado panameño y que se negocien habitualmente en las bolsas de valores autorizadas en la Republica de Panamá, hasta por un monto no mayor de 75% del valor de los recursos del SIACAP a su cargo (en la Ley 8 de 1997 el tope era de 50%)
- 2) Instrumentos de crédito emitidos por bancos que cuenten con una licencia general emitida por la Superintendencia de Bancos hasta por un monto no mayor del 50% del valor de los recursos del SIACAP a su cargo
- 3) Instrumentos de crédito emitidos por personas juridicas salvo los emitidos por bancos registrados o autorizados por la CNV y que se negocien habitualmente en las bolsas de valores autorizadas en la Republica, hasta por un monto no mayor del 50% del valor de los recursos del SIACAP a su cargo
- 4) Instrumentos de capital emitidos por personas juridicas registrados o autorizados por la CNV y que se negocien habitualmente en las bolsas de

valores autorizadas en la Republica, hasta por un monto del 30% del valor de los recursos del SIACAP a su cargo

5) Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por Estados extranjeros que cuenten con una calificación de riesgo igual o mayor a la de la Republica, hasta por un monto no mayor del 15% del valor de los recursos del SIACAP a su cargo

6) Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por instituciones financieras multilaterales de crédito de las cuales la Republica de Panamá sea miembro hasta por un monto no mayor del 15% de los instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por Estados extranjeros que cuenten con una calificación de riesgo igual o mayor a la de la Republica, hasta por un monto no mayor del 15% del valor de los recursos del SIACAP a su cargo

Se considera que la normativa refleja la lógica de la teoría financiera, a partir de dos componentes el primero que los instrumentos sean emitidos y garantizados por mecanismos autorizados o regulados reconocidos y segundo que prioriza el buen manejo del riesgo con base en la preferencia en instrumentos de crédito más confiables a nivel internacional como son los emitidos o garantizados por el Estado (hasta 75% del portafolio asignado del SIACAP) seguido de los referidos a bancos e igualmente personas jurídicas no bancarias (hasta el 50%) de los instrumentos de capital autorizados por la SMV (todos hasta un 30%) y por ultimo de los instrumentos emitidos o garantizados por estados extranjeros o instituciones multilaterales de crédito (no mayor de 15% del portafolio asignado)

**El Artículo 7 de la Ley 60 a su vez, define los conceptos tratados**

- 1) Instrumentos de capital Acciones comunes acciones preferidas y cuotas de participación emitidas por personas jurídicas**
- 2) Instrumentos de crédito Títulos Valores de crédito valores comerciales negociables letras notas bonos y pagares emitidos por personas jurídicas así como depósitos a la vista y plazo y otros títulos representativos de captaciones emitidas por instituciones financieras**
- 3) Instrumento garantizado Todo aporte al Sistema por descuento directo del salario y por aportes extraordinarios del afiliado a sus cuentas individuales a través del depósito en el banco**

**De los contratos observamos que las empresas contratadas podrán**

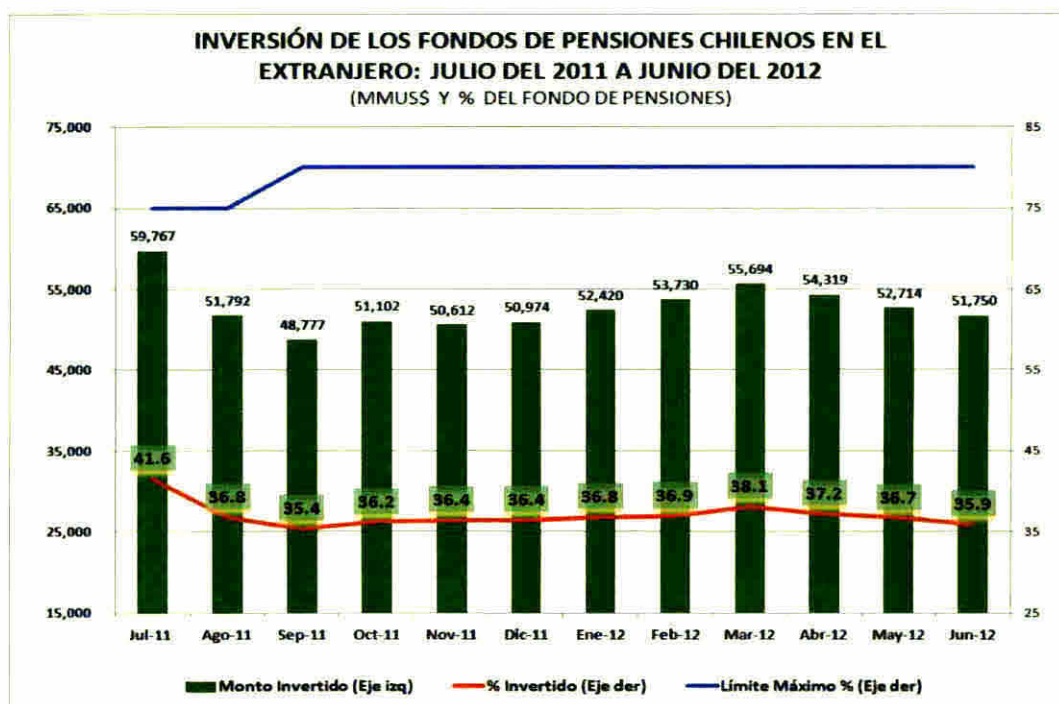
- Operar por 5 años como administradoras de inversiones del SIACAP**
- Cobrar una comisión de 0 1445% anual (que incluye el ITBMS) referido al contrato más reciente con Progreso según la G O N° 26 999 de 22 de marzo de 2012 (Contrato de servicios 17 2011) en concepto de servicios de administrador de inversiones sobre el saldo del portafolio administrado a valor de mercado para la cartera de mayor cuantía, de B/ 2 174 781 En el caso del Consorcio Aliados la comisión corresponde a 0 1830% según la misma G O (Contrato de servicios 18 2011) para la cartera de menor cuantía, de B/ 1 521 671 20**
- Cobrar a los custodios autorizados los intereses amortizaciones dividendos y otros rendimientos financieros**

- Mantener en custodia al menos 3 años, los bonos negociables de reconocimiento, en tanto no se produzca la venta de estos en los mercados secundarios formales, a nivel local o extranjero.

Con la Ley 67 de septiembre de 2011, se fijan nuevos límites para las inversiones de FP, en el artículo 107, para evitar la concentración en pocos títulos que pongan en riesgo la diversificación, con preferencia recargada en específicos por empresa. Los límites y controles son razonables para garantizar los controles de una buena administración de fondos y favorecen su adecuado desarrollo.

En el caso chileno, como referente en el tema de FP, vemos que tienen un techo de inversión de los FP, de 80%, sin embargo a junio de 2012, están en 36%.

**Gráfica N° 8**



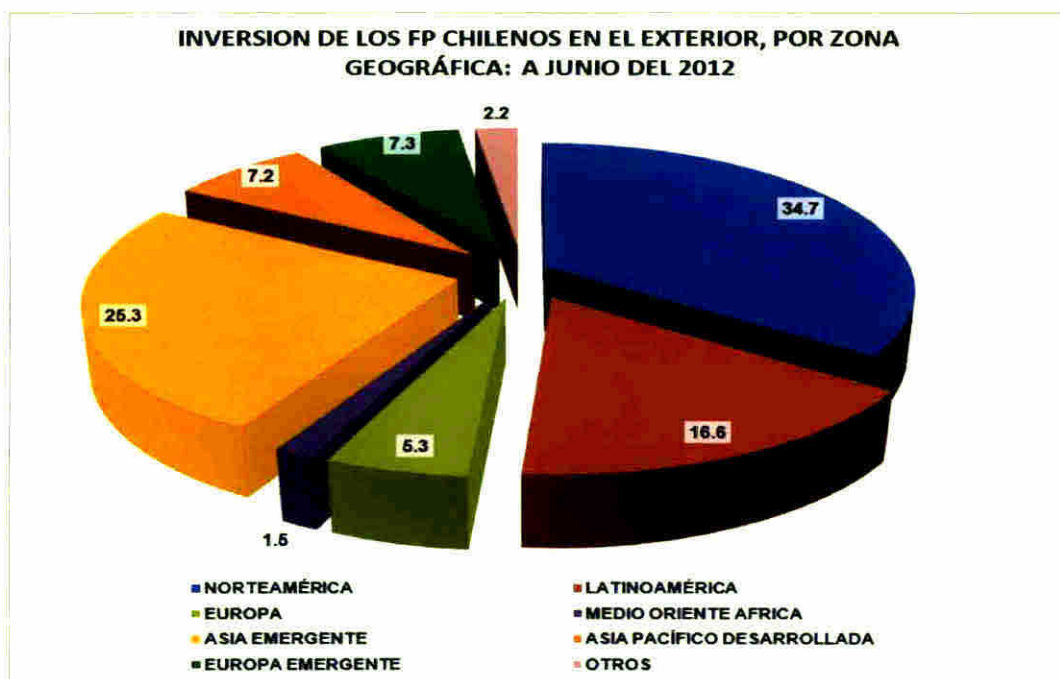
Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile.

[http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-8476\\_recurso\\_1.pdf](http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-8476_recurso_1.pdf)

Este límite se redujo desde septiembre del 2011, dado que para los meses de julio y agosto de 2011, era de 42 y 37% (Ver gráfica anterior). El techo de Panamá como tope de inversión puede aumentar si se logra la conexión de mercado con Centroamérica y se obtienen títulos con grado de inversión y buen desempeño financiero.

Igualmente, se pueden observar las regiones externas, donde se están invirtiendo los FP chilenos (ver gráfica siguiente), que si bien son diversificadas, se concentran en Norteamérica (34.7%, principalmente en Estados Unidos de América), Asia (25.3%, más fuerte en China) y Latinoamérica (16.6%, principalmente en Brasil y México). Este seguimiento debe ser de gran utilidad, en la medida en que se pueden reorientar inversiones, a países que presenten mejores resultados.

**Gráfica N° 9**



**Fuente:** Superintendencia de Fondos de Pensiones de Chile

[http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-8476\\_recurso\\_1.pdf](http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-8476_recurso_1.pdf)

Dentro de la legislación revisada, encontramos el desarrollo evolutivo acorde para un buen desempeño de la administración relacionada con el SIACAP y las EAFP. Una reforma destacada se da con la Ley 60 del 2010 en cuanto a la ampliación en los techos de inversión. En este sentido lo importante es asegurar el cumplimiento de las leyes existentes principalmente de los organismos regulatorios.

## **2 LA EMPRESA AUDITORA INDEPENDIENTE**

El Decreto Ejecutivo N° 27 de junio de 1997 que reglamenta la Ley 8 del SIACAP en su artículo 52 indica que una firma de auditores independientes deberá pronunciarse acerca de los mecanismos de control interno que apliquen las entidades administradoras de inversiones para velar por el cumplimiento de las disposiciones contenidas en la Ley 8 y el Decreto Ley 27 como también sobre los sistemas de información.

El compromiso serio y gravedad del manejo de los fondos requiere que se sigan procesos continuos de auditoria o fiscalización por lo que existen empresas dedicadas al seguimiento de los métodos de contabilidad recomendados y su aplicación en el manejo de fondos como son Deloitte Inc, Ernst & Young y Chen y Asociados entre otras.

El 7 de enero de 2010 se celebró un contrato entre el CODA/SIACAP y la empresa auditora Bustamante & Bustamante Auditores S.A. (Gaceta Oficial 26 820 del 2011) que se encargará de auditar por tres años las cuentas y manejo de recursos del SIACAP por un monto de B/ 319 471 43 basado en lo establecido por el documento de precalificación para la licitación pública internacional del 7 de julio de 2009 al 6 de julio de 2012.

La empresa auditó de forma anual e interanual, las cuentas y manejo de los recursos del SIACAP, por parte de la entidad registradora pagadora y las EAFP correspondientes, además de la auditoría anual del CODA, de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría. En este sentido, se observa que los componentes del fondo, cumplen los procesos formales de cobertura y a pesar de que son varios componentes, se mantiene un adecuado desarrollo de las actividades relacionadas con los fondos del SIACAP. Igualmente, en las áreas de supervisión financiera y operativa del SIACAP, se supervisa diaria y mensualmente las operaciones del fondo del SIACAP.

**“La auditoría de los manejos de las cuentas del Fondo SIACAP, se realiza anual y en períodos interanuales. Las áreas de Supervisión financiera y Operativa del SIACAP, supervisan diaria y mensualmente las operaciones del Fondo SIACAP.”<sup>77</sup>**

Esta actividad de auditoría es clave para garantizar que se manejen eficientemente los fondos, con el seguimiento que minimiza los riesgos financieros.

### **3. LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS**

#### **3.1. Evolución de las empresas administradoras de fondos de pensiones del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

La primera empresa administradora de inversiones en Panamá, fue PROFUTURO, que inicia actividades en 1996, pero las operaciones propias de AFP, las comienza en 1997. Posteriormente inician actividades las empresas PORVENIR (ahora se denomina Credicorp, S.A.), la Administradora de Inversiones de la CSS y

---

<sup>77</sup> LEON, Manuel, Analista Financiero del SIACAP. Entrevista realizada el 18 de julio de 2013.



**PROGRESO AFP** Las EAFP que operan en Panamá, pertenecen o han pertenecido a grupos empresariales fuertes tal como se observa en el esquema adjunto

**Esquema N° 6**

**EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES EN PANAMÁ Y GRUPO EMPRESARIAL AL QUE PERTENECEN**

<b>Nombre</b>	<b>Año de Inicio</b>	<b>Grupo Financiero al que pertenece</b>	<b>Registro actual como EAFP en SMV</b>
<b>1 PROFUTURO</b> Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S A	<b>1997</b> (enero)	<b>Banco General S A</b>	<b>Afirmativo</b>
<b>2 CREDICORP S A</b>	<b>1997</b>	<b>Credicorp Bank Cia Internacional de Seguros y Magister International</b>	<b>No</b>
<b>3 Administradora de Inversiones de la CSS</b>	<b>1997</b>	<b>CSS</b>	<b>Afirmativo</b>
<b>4 PROGRESO</b> Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Pensiones y Cesantías S A	<b>1998</b> (octubre)	<b>Grupo Mundial Tenedora, S A y su subsidiaria Banco Panameño de la Vivienda, S A</b>	<b>Afirmativo</b>
<b>5 MULTICREDIT BANK</b> Fondo privado de Jubilación asegurada.	<b>1999</b>	<b>Multicredit Bank y Aseguradora Ancón</b>	<b>No</b>
<b>6 Banco DISA</b>	<b>2000</b> (Cerró en 2002)	<b>Banco DISA e ING Investment Management, S A</b>	<b>No</b>
<b>7 Banco de Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)</b>	<b>2000</b>	<b>BBVA y Wall Street Compañía Bursátil S A</b>	<b>No</b>
<b>8 HSBC Investment Corporation (Panamá) SA</b>	<b>2005</b>	<b>Grupo HSBC</b>	<b>Afirmativo</b>

Fuente Investigación del Autor



Como se observa, las empresas inician actividades del año 1997 en adelante ante la existencia de la Ley 10 de 1993 por el desarrollo de la Bolsa de Valores por el creciente mercado de valores (Decreto Ley N° 1 de julio de 1999) y por la creación del SIACAP en 1997. De estas empresas el Banco DISA cerró operaciones y el Banco de Bilbao Vizcaya y Argentaria (BBVA) dejó de administrar fondos del SIACAP en el 2005.

En el esquema siguiente se presenta la primera ERP junto a las cinco EAFP que administraron inicialmente los recursos del SIACAP escogidas mediante acto público a través de contratos de servicio firmados el 17 de agosto de 1999 entre el Consejo de Administración del SIACAP y las empresas que fueron publicados en Gaceta Oficial.

#### **Esquema N° 7**

#### **PRIMER GRUPO DE EMPRESAS CONTRATADAS PARA ADMINISTRAR LOS FONDOS DEL SIACAP (Agosto de 1999)**

<b>EMPRESAS</b>	<b>SERVICIO PRESTADO</b>	<b>GACETA OFICIAL</b>
<b>CREDICORP Bank, S A Cia. Internacional de Seguros y Magister Internacional S A</b>	<b>ERP</b>	<b>G O # 23 277 del 19 de abril de 1999</b>
<b>PROFUTURO Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantias S A</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 24 027 del 7/IV/2000</b>
<b>Consortio PROGRESO de Inversiones Argentaria Internacional de Panamá, S A</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 24 027 del 7/IV/2000</b>

<b>Banco de Bilbao Vizcaya y Argentina (BBVA)</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 24 027 del 7/IV/2000</b>
<b>Banco DISA</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 24 027 del 7/IV/2000</b>
<b>CAJA DE SEGURO SOCIAL (CSS)</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 24 027 del 7/IV/2000</b>

**Fuente SIACAP y Gacetas Oficiales**

**Las empresas financieras por su competitividad y confiabilidad deben ser abiertas o transparentes en su operación e información. Para el caso de Panamá, se da una apertura a través de la SMV en donde se puede obtener información de tipo financiero disponible de las empresas. El Decreto Ley N° 1 de 1999 en sus artículos 143 y 267 obliga a las empresas a presentar informes financieros con la periodicidad que establezca la Comisión y a su vez, dar acceso al público de sus estados financieros lo que favorece la mayor transparencia del mercado.**

**En términos generales hacen promociones personalizadas en entidades públicas o privadas así como brochures, vallas publicitarias y a nivel de la prensa escrita, televisada y radial (en el Anexo D se adjunta brochure y propaganda) para promover los planes de pensiones por jubilación y cesantías en la población y empresas.**

**Se ven favorecidas por la existencia del Centro Bancario Internacional de Panamá, por la circulación del dólar, por el fortalecimiento del mercado de valores debido a modernización de las leyes que rigen la SMV y por el crecimiento de la**

BVP lo cual debe facilitar el desarrollo formal del mercado secundario y por ende de las operaciones de fondos de las EAI

En este sentido el Artículo 40 del Decreto Ejecutivo N° 27 de junio de 1997 dice

**“Artículo 40 Las transacciones que realicen las entidades administradoras de inversiones con recursos del SIACAP deberán efectuarse en un mercado secundario formal Si se trata de los instrumentos señalados en los numerales 1 a 4 del Artículo 18 de la Ley, estas transacciones podrán realizarse también en un mercado primario formal cuando los instrumentos no se hubiesen transado anteriormente ( )”**

Este artículo fue modificado en el Decreto N° 32 de julio de 1998 que se refiere a la información adecuada y amplia

**“Artículo 16 Modifícase el artículo 40 del Decreto Ejecutivo No 27 de 27 de junio de 1997 el cual quedará así**

**Artículo 40 La negociación de instrumentos financieros que efectúen las entidades administradoras de inversiones con recursos del SIACAP deberán efectuarse utilizando los mercados formales públicos transparentes y abiertos ya sea primarios o secundarios, tales como las bolsas de valores Se exceptúan de esta disposición los plazos fijos directamente emitidos por entidades financieras autorizadas para operar en el mercado local**

**Para que los mercados sean considerados públicos transparentes y abiertos, deberán existir permanentemente al menos las siguientes características**

**Que la formación de los precios de los instrumentos se lleve a cabo través de procedimientos previamente determinados y conocidos y donde acceden un número plural de compradores y vendedores,  
Que toda la información relevante respecto a los títulos que se negocian, antes durante y después de la negociación sea**

**ampliamente difundida al mercado y de libre acceso a todos los interesados,**

**Que no existan prácticas restrictivas o discriminatorias al inversionista para comprar y vender en el mercado, sólo aquellos que pudieran emanar de disposiciones que busquen salvaguardar la integridad del mercado**

**La Comisión Nacional de Valores determinará los mercados formales, primarios y secundarios, que cumplan con las condiciones establecidas arriba. También se entenderá por mercado primario formal a la Tesorería Nacional y al Banco Nacional de Panamá, sólo respecto a los instrumentos que ellas emitan ”**

A nivel del sector publico acorde con la legislación del SIACAP opera la Administradora de Inversiones de la Caja de Seguro Social que administra FP del SIACAP asignados a partir de la Ley 8 (Artículo 8) Conforman una unidad administrativa separada de la CSS que maneja la capitalización de los fondos que le corresponden La información de esta entidad se circunscribe a la que suministran al SIACAP que referida al manejo del fondo y su rendimiento y es publicada en diarios Dado que es una entidad que solo se dedica a administrar el fondo SIACAP a diferencia de PROGRESO que administra otros fondos se observa que el manejo de los datos presenta mayores reservas Para los efectos de la administración del fondo la CSS administra el fondo del SIACAP y el del PRAA

Las ventajas remarcables que poseen las EAFP y las relacionadas con el SIACAP van desde la ubicación en una plaza financiera fuerte dada la existencia de un mercado bancario amplio y la circulación local de una moneda dura (el dólar norteamericano) Entre las desventajas está la desconfianza natural del publico dados los sucesos en el mercado financiero local e internacional por escándalos en

los que se encuentran inmiscuidas empresas del sector financiero panameño (ver Capítulo I)

El traspaso oficial de la cartera de bonos de cumplimiento del estado a las 5 administradoras de inversión que ganaron la licitación del SIACAP en agosto de 1999 se realizó el 7 de julio de 2000

Con posterioridad, hubo otros dos procesos de contratación del segundo y tercer grupo de EAFP contratadas

### **Esquema N° 8**

#### **SEGUNDO GRUPO DE EMPRESAS CONTRATADAS PARA ADMINISTRAR LOS FONDOS DEL SIACAP (Diciembre de 2005)**

<b>EMPRESA</b>	<b>SERVICIO PRESTADO</b>	<b>GACETA OFICIAL</b>
<b>PROFUTURO AFP</b>	<b>ERP</b>	<b>(No localizada)</b>
<b>PROGRESO</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 25 449 de 21/XII/05</b>
<b>HSBC Investment Corporation Panama</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 25 449 de 21/XII/05</b>
<b>CAJA DE SEGURO SOCIAL (CSS)</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 25 449 de 21/XII/05</b>

**Fuente SIACAP y Gacetas Oficiales**

**Esquema N° 9****TERCER GRUPO DE EMPRESAS CONTRATADAS PARA  
ADMINISTRAR LOS FONDOS DEL SIACAP****(Enero de 2012)**

<b>EMPRESA</b>	<b>SERVICIO PRESTADO</b>	<b>GACETA OFICIAL</b>
<b>PROFUTURO AFP</b>	<b>ERP</b>	<b>G O # 26 999 del 22/III/09</b>
<b>PROGRESO</b> <b>Administradora de</b> <b>FP y Cesantias</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 26 999 del 22/III/09</b>
<b>Consorcio</b> <b>ALIADOS /Geneva</b> <b>Asset Management</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 26 999 del 22/III/09</b>
<b>CAJA DE</b> <b>SEGURO SOCIAL</b> <b>(CSS)</b>	<b>EAFP</b>	<b>G O # 26 999 del 22/III/09</b>

**Fuente SIACAP y Gacetas Oficiales**

En cuanto a la calificación de riesgo la empresa PROGRESO presenta grado de inversión con una calificación AAA (pan) con Perspectiva Estable dictada por Fitch Ratings el 8 de marzo de 2012 (Ver informe en Anexo D 3)

La calificación se fundamenta en la fuerte estructura financiera de la empresa, concentrada en su patrimonio la calidad de su administración y la fuerte posición en el mercado de administración de fondos previsionales complementarios en Panamá.

En este sentido la Gerente de Ventas y Negocios de PROGRESO AFP, Noris Marcano de Pasco, expresa que:

**“Progreso, actualmente es la empresa número 1 en posicionamiento de mercado administrando Fondos de Pensiones, Cesantías y SIACAP y, a su vez, es la única administradora de Pensiones en Panamá que cuenta con la máxima calificación de inversión (AAA pan) otorgada por parte de Fitch Ratings desde hace 9 años consecutivos, logro que demuestra la seguridad, solidez y transparencia con que administramos sus fondos.”<sup>78</sup>**

Según se indica, la calificación es la más alta conferida por Fitch Ratings, en su escala de calificación nacional para Panamá, que se asigna a emisores u obligaciones con la expectativa de riesgo de incumplimiento más bajo, respecto a todos los demás emisores u obligaciones del país.

Con relación a PROFUTURO, como ERP de los fondos del SIACAP, no se observa calificación de riesgo, sin embargo, posee la acreditación de procesos certificados bajo la norma ISO 9001:2008 y es una empresa orientada a la innovación, con reconocimientos, como el otorgado por la SENACYT y la Cámara de Comercio, Industrias y Agricultura de Panamá, al producto “Futurín”, en el marco del Premio Nacional de Innovación Empresarial 2009 de Panamá; además apoya el Pacto Global de Naciones Unidas, con el programa “Pro Futuro más Verde” para la conservación del medio ambiente.

Con respecto al Consorcio Aliados, tampoco presenta calificación directa, pero pertenece al Grupo Aliado, S.A. (que incluye al Banco Aliado y otras empresas como Geneva Asset Management). El Banco Aliado, S.A. y Subsidiarias, poseen

---

<sup>78</sup> **MARCANO DE PASCO**, Noris: Comunicación de la Gerente de Ventas y Negocios de PROGRESO (Panamá), 25 de mayo de 2012. Ver en Bibliografía de: Información accesada de Internet.

grado de inversión de Equilibrium (como entidad A+pa con perspectiva estable) del 11 de octubre de 2012

En resumen la evolución histórica de las EAFP del SIACAP aparte del problema presentado por DISA y citado en el Capítulo Primero muestran un desempeño adecuado

### **3.2 Las funciones de las empresas administradoras de fondos, que manejan los recursos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

Las funciones de las Administradoras de Inversiones (artículo 16 de la Ley 8 de febrero de 1997) son

- 1) Invertir los recursos del SIACAP con sujeción a lo que establece la ley
- 2) Recibir de los agentes de retención las contribuciones especiales de los afiliados
- 3) Presentar al Consejo de Administración (CODA) y a la firma auditora independiente un informe mensual de las inversiones realizadas y el resultado de éstas
- 4) Presentar un informe mensual a la empresa registradora pagadora, sobre el rendimiento de las inversiones bajo su administración
- 5) Transferir a la entidad registradora pagadora, los fondos que le sean requeridos por ésta para cubrir los pagos de beneficios a los afiliados
- 6) Transferir a nombre del SIACAP los títulos adquiridos con fondos del SIACAP en la ejecución de su actividad de administración de inversiones



- 7) Establecer un sistema de valorización de las inversiones a precio de mercado basado en parámetros comunes para todas las entidades administradoras de inversiones
- 8) Garantizar un rendimiento mínimo sobre los recursos que reciba del SIACAP en la ejecución del contrato de administración de inversiones
- 9) Transferir a requerimiento del CODA los fondos necesarios para sufragar las contrataciones a que se refiere esta Ley
- 10) Acatar las instrucciones y recomendaciones emanadas del CODA para la correcta inversión de los recursos
- 11) Permitir las inspecciones y solicitudes de informes que ordene el CODA
- 12) Colaborar con la firma independiente de auditores en el acopio de documentos, datos e informes para preparar la auditoría de los estados financieros anuales y de los informes periódicos que le solicite el CODA o de Administración
- 13) Administrar las inversiones del SIACAP con la diligencia de un buen padre de familia
- 14) Elaborar y publicar anualmente los estados financieros de las inversiones que se realizan con recursos del SIACAP certificados por la firma independiente de auditores seleccionada por el Consejo de Administración

Las administradoras de inversiones de los recursos del SIACAP muestran a partir de la información disponible componentes de datos en algunos casos con limitaciones parciales dado que para el caso de la CSS se presentan a través del

SIACAP sin embargo deberían publicarse aparte por la misma entidad y para el miembro más reciente Consorcio Aliados la situación es similar Los rendimientos reflejan un buen resultado sin embargo debe mejorar la transparencia

### **3.3 La Empresa Registradora – Pagadora**

La Empresa Registradora – Pagadora (ERP) del SIACAP es la responsable de llevar los registros de las cuentas individuales a través de sistemas de información adecuados y servir de pagadora a los cuentistas que tengan el derecho

Inicialmente en el 2000 el Consejo de Administración del SIACAP celebró contrato con el Grupo empresarial Credicorp S A y Magic International S A como ERP de los afiliados al SIACAP En la actualidad esta función la ejerce la empresa PROFUTURO S A con gran prestigio y experiencia en la administración de FP desde 1997 y en el SIACAP primero como EAFP desde el año 2000 y como ERP desde el 2005 La ERP entrega un informe confidencial a los afiliados del SIACAP cada 4 meses a los que aportan mensualmente y una vez al año a los que no cotizan o no lo hacen con regularidad

PROFUTURO es una EAFP de gran prestigio en el mercado respaldada por un grupo financiero fuerte como lo es el Grupo BG compuesto por el Banco General y la Internacional de Seguros que como se mencionó tiene acreditación en procesos certificados bajo la norma ISO 9001 2008

### **3.4 Análisis financiero comparado de dos empresas administradoras de fondos de pensiones del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

La administradora de fondos PROGRESO EAFP mostró en su estado de resultados de 2011 un monto de ingresos por B/ 3 9 millones y para el 2012 B/ 4 1 millones con incrementos importantes de 18 0% en el 2011 respecto a 2010 y 5 2% para el 2012 respecto a 2011. La participación de las comisiones ganadas por administrar fondos tanto de pensiones como de cesantías dentro de los ingresos totales de PROGRESO es de 91 5% para el 2011 y 91 9% para 2012. A su vez, dentro de los fondos administrados por la empresa, el del SIACAP es el mayor con una participación de 41 4% en 2011 y 52 1% en 2012. Los otros son de fondos de pensiones (20 8% en 2012) y el de cesantías (27 1% en 2012).

De sus gastos generales y administrativos se observaron incrementos de 12 9% en 2011 y 2 8% en 2012 al reducir sus gastos de propaganda y promoción. A su vez, las remuneraciones crecieron en 2 9% para 2011 y 7 7% para el 2012 y son el gasto más importante de la empresa, con un peso de 40 5% (año 2012) mientras que otros gastos de personal pesan 11 5% (año 2012) y para propaganda y promoción se destinó un 5 2% (año 2012). Otro renglón importante es la utilidad neta, que crece significativamente en 27 5% para el 2011 y 8 6% para el 2012. La utilidad neta tiene un peso importante en los ingresos totales de 38 7% para el 2011 y de 40 0% en 2012.

Con respecto al balance de situación, los activos de PROGRESO para el 2012 alcanzaron los B/ 8 6 millones con aumento anual de 4 8% mientras en 2011 fue de 13 3%. Para el 2012 el incremento se registra mayormente en los valores disponibles

para la venta, que crecen en 18 1% con una baja importante en los depósitos a plazo fijo de 42 9% En el 2010 se muestra un crecimiento de las propiedades mobiliario equipo y mejoras neto de 1 036 % que corresponde a la adquisición de local propio

En el 2012 disminuye el peso de los depósitos a plazo fijo (pesan 14 6% del total de activos sin embargo en 2011 era de 25 5% y en años previos era aun mayor) pasando de B/ 4 9 millones en 2007 a B/ 1 2 millones en 2012)

Los pasivos para el 2012 se redujeron en 39 1% debido a que las cuentas por pagar tuvieron una baja fuerte de 84 0% al reducir la deuda adquirida en 2010 y 2011 por la adquisición de su nuevo local El peso del pasivo sobre el activo continua bajo en un 10 4% para el 2011 y en años anteriores fue aun más bajo en 2009 4 6% y en 2010 de 6 4% Para el 2012 se ubicó en 6 4% lo que continua denotando su bajo nivel de apalancamiento El renglón que denota mayor seguridad es el patrimonio que creció en 8 4% para el 2011 y 10 0% para el 2012 con pesos significativos en 2010 2011 y 2012 de 93 6% 89 6% y 98 5% respectivamente El patrimonio lo componen 5 000 acciones comunes por un monto de B/ 5 0 millones

Otra empresa de referencia y datos disponibles es la ERP de los fondos de SIACAP PROFUTURO que mostró para los años 2010 12 ingresos de B/ 5 6 millones B/ 6 5 millones y B/ 7 2 millones respectivamente El crecimiento anual de los ingresos para el periodo 2011 fue de un significativo 15 0% y para el 2012 de 10 1 % Igualmente la estructura de ingresos de esta ERP muestra que su fuerte son las comisiones por administración de fondos que pesa 92 3% del total de ingresos en el 2011 y 95 2% en el 2012

Como se mencionó las otras empresas administradoras de inversiones del fondo SIACAP (Consortio ALIADOS y la CSS) no presentan datos detallados separadamente como si lo hace PROGRESO empresa específicamente administradora de FP

En cuanto a erogaciones la ERP del SIACAP PROFUTURO registró incrementos en sus gastos de operaciones por 1 5% en 2011 y 9 1% en 2012 El gasto más significativo es en el renglón de Salarios y otros gastos de operación que pesa 64 6% del total en 2012 similar al reportado en 2011 Otros gastos importantes son los rubros de honorarios profesionales y de promoción y publicidad que pesan para el 2012 respectivamente en 9 4% y 7 2% del total de gastos similares a los pesos registrados en el 2011 Al comparar ambas empresas los ingresos de PROFUTURO son mayores que los de PROGRESO y llama la atención que en el renglón de remuneraciones PROFUTURO muestra un peso de 64 6% en su renglón de remuneraciones respecto a los gastos comparado con la empresa PROGRESO que reporta 41 6% Esto es explicado por el hecho de que PROFUTURO tiene mayores necesidades de personal en la actividad de registradora pagadora.

Las utilidades de PROFUTURO tienen aumentos de 12 6% y 12 8% para los años 2011 y 2012 respectivamente menores a los presentados en 2009 y 2010 con una participación de 26 0% y 26 6% sobre los ingresos para los mismos años consecutivos O sea que cada balboa de ingresos obtiene un 26% de ganancias

Del estado de situación de PROFUTURO observamos que posee activos en 2012 por un monto de B/ 9 4 millones con incremento anual de 13 2% La estructura de los activos corresponde principalmente al renglón efectivo en bancos

que para 2012 pesa 65 2% lo que denota una alta liquidez En 2007 y 2008 cerca a la mitad del monto de activos era de inversiones en valores sin embargo para 2011 y 2012 no registra cifras en ese renglón lo que implica un cambio de política, al engrosar su efectivo en bancos que pasa de 17% en promedio de 2007 10 a 61 0 % y 65 2% en 2011 y 2012 respectivamente aumentando su nivel de liquidez, como vemos más adelante

Otro rubro de peso en los activos es el de equipo mobiliario y mejoras a la propiedad arrendada, que registra en el 2012 el 17 4% del activo En cuanto a los pasivos disminuyeron en 54 0% con un peso de 6 7% en el pasivo y capital de 2011 Las cuentas por pagar se reducen en 77 3% con un peso de 2 6 del pasivo y capital en el 2012 El patrimonio a su vez, creció para el 2011 en 2 8% y para el 2012 en un significativo 26 6% con una alta participación sobre el activo total de 83 4% para el 2011 y de 93 3% para el 2012 En 2007 el patrimonio reportó un 76 9% que en años posteriores ha ido en aumento sucesivo

A pesar de que para el manejo del SIACAP ambas empresas tienen funciones distintas nos parece importante comparar sus razones financieras para observar las características de dos componentes importantes de la administración del fondo del SIACAP En este sentido se presenta a continuación el Cuadro N° 7 con 10 razones financieras elaboradas por el autor estimadas a partir de las principales variables componentes del análisis contable de ambas De las mismas se comentarán más adelante 7 razones para el estudio sin embargo todas ilustran aspectos financieros importantes

La solvencia a corto plazo, incluye la conocida prueba ácida, que mide la liquidez de la empresa, basada en la relación activos corrientes entre pasivos corrientes. Otra relacionada es la que estudia el capital de trabajo entre el activo total. Las de solvencia a largo plazo, se enfocan más en el endeudamiento de la empresa o sea el peso de su pasivo sobre el activo, o la calidad de ese pasivo.

Las relaciones de rotación buscan ver la dinámica de las ventas respecto al activo total.

Por último, las relaciones de rentabilidad, estudian el peso de la utilidad neta después de impuestos, por sobre el activo total o por sobre el capital de los accionistas.

**Cuadro N° 7**

**RAZONES FINANCIERAS DE DOS EAFP DEL SIACAP: AÑOS 2007-12**

CONTENIDO		RATIOS	EMPRESA	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 SOLVENCIA CORT PLAZO	PRUEBA ACIDA	RA = AC/PC	PROGRESO	0.93	1.98	4.56	2.12	1.04	9.13
			PROFUTURO	5.37	2.49	7.62	3.76	4.70	25.04
2 SOLVENCIA CORT PLAZO	CAPIT. TRAB. SOBRE ACTIV.	KT = (AC-PC)/AT	PROGRESO	0.00	0.03	0.08	0.06	0.00	0.08
			PROFUTURO	0.11	0.03	0.19	0.19	0.48	0.63
3 APALANCAMIENTO	RAZON ENDEUDAMIENTO	RE = PT / AT	PROGRESO	0.04	0.05	0.05	0.06	0.10	0.06
			PROFUTURO	0.23	0.23	0.20	0.18	0.17	0.07
4 SOLVENCIA LARGO PLAZO	RAZON ENDEUDAMIENTO	RE = PT / AT	PROGRESO	3.80	5.00	4.83	6.80	11.64	6.45
			PROFUTURO	29.99	29.59	25.24	21.28	19.90	7.23
5 SOLVENCIA LARGO PLAZO	RAZON CALIDAD DEUDA	RCD = PC / PT	PROGRESO	0.67	0.56	0.48	0.63	0.65	0.17
			PROFUTURO	0.11	0.10	0.14	0.40	0.78	0.39
6 ACTIVIDAD	ROTACIÓN ACTIVO TOTAL	RAT = V / AT	PROGRESO	0.34	0.34	0.39	0.42	0.44	0.44
			PROFUTURO	0.48	0.55	0.59	0.64	0.72	0.72
7 ROTACION DE ACTIVOS	ROTACIÓN DE ACTV FIJOS	ROAF= V / AF	PROGRESO	2.36	16.31	20.38	2.02	2.44	2.57
			PROFUTURO	2.39	2.54	3.10	3.88	3.53	4.16
8 RENTABILIDAD	MARGEN DE UTILIDAD	MU = UN / V	PROGRESO	0.37	0.60	0.38	0.40	0.42	0.44
			PROFUTURO	0.20	0.16	0.24	0.28	0.28	0.28
9 RENTABILIDAD	RENDIM. SOBRE ACTIVIDAD	ROA = UN / AT	PROGRESO	0.13	0.20	0.15	0.16	0.19	0.19
			PROFUTURO	0.10	0.09	0.14	0.18	0.20	0.20
10 RENTABILIDAD	RENDIM. SOBRE CAPITAL	ROE = UN / K	PROGRESO	0.15	0.28	0.20	0.24	0.31	0.33
			PROFUTURO	0.15	0.13	0.23	0.30	0.34	0.38

Fuente: elaborado por el autor, con datos de los estados financieros de ambas empresas, obtenidos de la SMV.

A partir de estas relaciones se observa la fortaleza de dos importantes EAFP relacionadas con el SIACAP Seguidamente escogimos para observar 7 de las razones presentadas en el cuadro anterior

La razón 1 de solvencia conocida como Prueba Ácida (RA) mide la liquidez de la empresa a partir de la relación entre el activo y pasivo circulantes que se observa adecuada para ambas empresas (debe ser mayor a la unidad) PROGRESO Administradora Nacional de Inversiones Fondos de Jubilaciones y Cesantía, S A presenta un dato bajo para el 2007 cuando se registra 0.93 (menor a la unidad) y de 9.1% para el 2012 En cuanto a PROFUTURO todos los años considerados es más alta que la de PROGRESO Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S A lo que refleja una mayor solvencia y seguridad comparada Para el 2012 PROFUTURO alcanza el 25.0% asociable con la liquidez que resulta del cambio de su política de mayor efectivo en bancos y reducción de la inversión en valores

Con respecto al Apalancamiento (razón 3) la relación corresponde al pasivo total entre el activo total (RE) Para PROGRESO se presenta bajo llegando en 2011 a un ratio de 0.10 que implica que 10% del activo es financiado por deuda, lo cual es muy favorable como se mencionó y cómodo para la empresa y acreedores a su vez, disminuye aun más para el 2012 a 0.06 En el caso de PROFUTURO existe un porcentaje de apalancamiento más alto en la serie desde el 2007 que para el 2011 alcanza un ratio de 0.17 y para 2012 de 0.07 donde el total de activos es financiado en 17% y 7% respectivamente con deuda, lo que es altamente favorable



Para el caso de PROGRESO la relación 4 (ESPA) de Pasivo entre Capital Contable (activo menos pasivo) es de 11 6% en 2011 y baja a 6 4% en 2012 lo que implica que posee un muy bajo nivel de endeudamiento (otra razón asociada es la numero 3 arriba mencionada) El Apalancamiento como se observa es bajo lo que refleja la fortaleza financiera, dado que los activos de la empresa, para el 2012 son propios en un 94% Para PROFUTURO la relación referida baja de 19 9% en 2011 a 7 23% en 2012

Otra relación estudiada es la numero 6 conocida como Rotación del Activo Total (RAT) referida a las ventas entre el activo total que para el caso de PROGRESO refleja que por cada balboa en activos se generaron en 2012 ingresos de B/ 0 44 similar al año 2011 mientras que en años 2007 2010 se situó de B/ 0 34 a B/ 0 42 lo que mejora su rotación de ingresos por servicios A su vez PROFUTURO mostro que por cada balboa, registraba ventas de B/ 0 72 tanto para 2011 como 2012 y crecientemente de 2007 10 se situó de B/ 0 48 a B/ 0 74 Lo resaltable es que ha sido creciente la dinámica de ingresos por sobre los activos para ambas empresas Esto nos indica que la actividad disfruta de forma progresiva, un mejor mercado de ventas

En el ratio numero 8 de Margen de Utilidad (MU) se relaciona la utilidad neta con las ventas reflejando para PROGRESO que por cada balboa en ventas se generan B/ 0 44 de utilidades netas en 2012 que también ha sido estable para el sexenio estudiado<sup>79</sup> con un dato bastante alto para el 2008 en el que se alcanzan B/ 0 60 de utilidad por cada balboa de ventas Para este ultimo año el ingreso por

---

<sup>79</sup> Sexenio tiempo de seis años Diccionario de la Lengua Española

ventas crece 13 7% pero el ingreso total lo hace en 39 2% dados los ingresos extraordinarios efecto de la utilidad realizada por la venta de un inmueble Al comparar con PROFUTURO esta presenta un MU de B/ 0 28 para el 2012 (igual al año previo) que es bueno aunque menor al alcanzado por PROGRESO

Para la relación 9 conocida como Rendimiento sobre Activos (ROA) referida al cociente de utilidades netas sobre el activo total se observa que para PROGRESO en el 2011 y 2012 corresponde a que por cada balboa de activo total se genera una utilidad de B/ 0 19 bastante estable para el periodo de 6 años aunque la de ambos años es de las más altas observadas desde el 2009

En PROFUTURO el ratio es muy similar al alcanzar B/ 0 20 de utilidad neta, por cada balboa de activo total para los años recientes 2011 y 2012 Esto implica fortaleza en las utilidades después de impuestos

Por ultimo la relación numero 10 conocida como Rendimiento sobre el capital (ROE) para PROGRESO durante el 2011 muestra que por cada balboa existente de capital invertido o patrimonio se produjeron B/ 0 31 de utilidades netas (equivalente a un ROE de 31%) y aumenta para el 2012 a 33% Para el caso de PROFUTURO es aun más alto el ratio al alcanzar para el 2012 los B/ 0 38 o sea 38% de ROE y en 2011 era de 34% Un ROE alto implica el buen retorno o rendimiento del capital

En una tesis realizada en la Universidad de Chile<sup>80</sup> se presentan ratios referentes de todos los sectores de la economía chilena. En las conclusiones dadas del

---

<sup>80</sup> MARCHANT S Daniel *Análisis Financiero por Industrias para la Economía Chilena* Tesis para optar por el título de Ingeniero Comercial Universidad de Chile Enero de 2007 página 214 Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

sector financiero, se observan dos aspectos relacionados de gran importancia: la liquidez debe ser mayor a uno, y para el caso del sector de intermediación financiera, se presenta arriba de 5.

Igualmente, en la misma fuente, se especifica en el caso del ROA y ROE, que para el sector financiero, un buen ROE, se asocia con un buen ROA. Para el sector de intermediación financiera, igual que otros pocos sectores, muestran rentabilidades sobre el 10%.

**“Las razones de rentabilidad presentan en general números positivos, escasos son los sectores con rentabilidades negativas, además en general los sectores con buenos niveles de ROE también presentan un buen ROA. En cuanto al ROE son cuatro los sectores que presentan rentabilidades sobre el 10%. Estos son: servicios sociales y de salud, Eléctricas, Explotación de minas y canteras e Intermediación Financiera. Las rentabilidades más bajas son de un 1% y lo presentan solo 2 sectores: Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura y el sector Otras actividades de servicios comunitarios sociales y personales.”<sup>81</sup>**

Como observamos, en el caso de las empresas analizadas, los retornos ROE, están por encima del 30% para el 2011 y el resto del quinquenio, van del 13% a 30%; igual para la ROA, que están en igual o más del 19% y el resto de años están en 10% a 20%, con excepción del año 2008, que PROFUTURO registra 9% y muestra la fortaleza financiera de ambas empresas, que para el caso de PROGRESO, además sustenta su grado de inversión, sostenido por varios años.

---

<sup>81</sup>IBÍDEM, página 214.

#### **4 LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN NEGOCIABLE Y EL PROGRAMA DE RETIRO ANTICIPADO AUTOFINANCIABLE**

A partir del año 2001 se inició un fuerte movimiento impulsado por la Federación Nacional de Servidores Públicos (FENASEP) y algunos Diputados Nacionales que reclamaba la devolución de los fondos pertenecientes a los bonos de reconocimiento negociables emitidos por el Estado que no permitía la Ley 8 (Artículo 4) dado que para utilizar los fondos se tenían que superar restricciones en cuanto a estar pensionado por la CSS tener la edad de jubilación o por lo menos 50 años de edad si es mujer y 55 años si es hombre con un mínimo de 28 años de cuotas. Igualmente el saldo acumulado a la fecha de solicitud debía ser suficiente para financiar el equivalente a una pensión mensual por el período que le resta para alcanzar la edad de pensión por vejez establecida por la Ley de la CSS.

Con la Ley 29 del 3 de julio de 2001 publicada en Gaceta Oficial N° 24 337 se modificó la Ley 8 creándose los Certificados de Participación Negociables (CERPAN) como documentos que dan la potestad al cuentahabiente del SIACAP de disponer de la utilización de su bono de reconocimiento para garantía de cualquier transacción bancaria, como garantía judicial o para convertirlo en efectivo mediante su venta en los bancos con licencia general en la Caja de Seguro Social de acuerdo con su disponibilidad financiera y su política de inversión, o a través de la Bolsa de Valores en la República de Panamá.

Las modificaciones a la ley del SIACAP mediante la mencionada Ley 29 del 2001 correspondieron a

- Creación del Certificado de Participación Negociable (CERPAN) que representa el valor de la cuenta individual para cada afiliado registrado al 1 de agosto de 1999 El saldo permanecerá en la cuenta individual del afiliado
- El CERPAN podrá ser utilizado como garantía para el cumplimiento de cualquier transacción bancaria, como garantía judicial o para convertirlo en efectivo mediante su venta en los bancos con Licencia General en la Caja de Seguro Social o a través de una bolsa de valores en la Republica de Panamá.
- Los datos minimos que debe contener el CERPAN son Nombre del afiliado numero de cédula, numero de seguro social fecha de vencimiento (edad requerida para jubilarse) numero consecutivo monto y firma autorizada de la Entidad Registradora Pagadora
- Los ahorros seran de carácter obligatorio para los funcionarios que ingresen al sector publico a partir del 1 de enero de 2002 y no estén afiliados a ningun otro plan de pensión especial o retiro anticipado
- Las personas que ingresen al sistema a partir del 2002 y que por cualquier circunstancia cese sus labores en el sector publico podran optar por la devolución de la totalidad de sus aportes al sistema y sus rendimientos
- Se recomienda a los afiliados al sistema que no soliciten la emisión de su CERPAN a menos que tengan alguna urgencia financiera, porque su cuenta individual seguirá acumulando rendimientos capitalizados

**Hubo comentarios que cuestionaron la Ley de los CERPAN**

**“Cuando se abrió la puerta para acceder de forma anticipada a un porcentaje de los fondos que los empleados públicos tienen en el Siacap, muchos inversionistas aprovecharon la oportunidad Casi el**

**50% de los 200 mil afiliados al Siacap solicitó su Cerpan Sin embargo mucha gente se quedó con el documento y no lo vendió, lo que a juicio de Eryx Tejada Him, director del Siacap fue la mejor decisión Entre los bancos que más compraron este documento figuran Banistmo Multicredit Bank y Credicorp Bank. Se calcula que se han negociado unos 150 millones de dólares en Cerpan <sup>82</sup>**

Los tenedores de CERPAN no obstante deben esperar a que el bono redima para reclamar el dinero Mientras más lejana es la fecha para cambiar el documento menos valor tiene porque el factor de descuento es mayor dado que a mayor tiempo mayor riesgo

#### Otros comentarios

**“Un giro de 180 grados aupado por los propios legisladores presionados especialmente por la Federación Nacional de Servidores Públicos (FENASEP), que decía luchar por el bienestar y las necesidades de sus agremiados ( ) Finalmente, se aprobó la creación del CERPAN el que se ha estado negociando con mayor o menos éxito en el mercado local pero causando una importante distorsión estructural a los objetivos fundamentales de la Ley 8 de 1997 ”<sup>83</sup>**

Esta situación según el entonces Secretario Ejecutivo del SIACAP licenciado Erix Tejada Him no debilitó el Sistema

**“( ) esta modificación no afectó al sistema al contrario salió fortalecido con el aporte obligatorio del 2 % como mínimo de todos los funcionarios que ingresen al sector público a partir del 1 de enero del 2002 y no estén afiliados a ningún otro plan de pensión especial o retiro anticipado ”<sup>84</sup>**

---

<sup>82</sup> REDACCIÓN DE MARTES FINANCIERO *Las razones del fracaso* Op Cit

<sup>83</sup> TEJADA HIM Erix *Aspectos relevantes del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos* Panamá, 28 31 de octubre de 2003 página 10 Ver en Bibliografía de Manuales y Folletos

<sup>84</sup> SAGEL Yuriela *“Moscoso sanciona ley que modifica el SIACAP”* En Diario El Panamá América, jueves 5 de julio de 2001

Correspondia al SIACAP a la CNV (hoy SMV) y a las mismas EAFP lograr que a través de la adecuada regulación y manejo de estos fondos se eliminaran las dudas de los afiliados

Al buscar información generada, no se observa una estadística específica al respecto aparte del extracto de la Prensa a continuación que describe lo básico del fenómeno<sup>85</sup>

**“Se ha contabilizado la emisión de 136 mil 554 Cerpan por un monto total de 226 7 millones de dólares, según estadísticas de la Contraloría General de la República de Panamá. Del total de documentos emitidos, 110 mil 47 han cambiado de tenedor o fueron vendidos a un tercero, 5 mil 594 han pasado a garantía bancaria y mil 623 a garantía judicial**

**De los 19 mil 290 certificados restantes, se calcula que un alto porcentaje aun se encuentra en manos de los afiliados, los cuales pueden devolverlo a la Contraloría para su anulación y posterior pago de la totalidad de la cuenta individual ante Profuturo, registradora pagadora del documento negociable que representa el valor de la cuenta individual de cada afiliado del Sistema de Ahorro y Capitalización, registrada al 1 de agosto de 1999**

**De los certificados emitidos, 68 mil 145 pertenecen a ex funcionarios y 68 mil 409 a empleados públicos. La Contraloría General de la República aclara que el documento no aplica para aquellos que pertenecen o pertenecieron a instituciones con leyes especiales**

**Hasta el 31 de diciembre de 2009, se había recibido un total de 78 mil 737 solicitudes de ex funcionarios y 69 mil 936 de funcionarios ante esta dependencia. La ola por el cambio del Cerpan experimentada a inicios de 2001, ha bajado conforme han transcurrido los años ”**

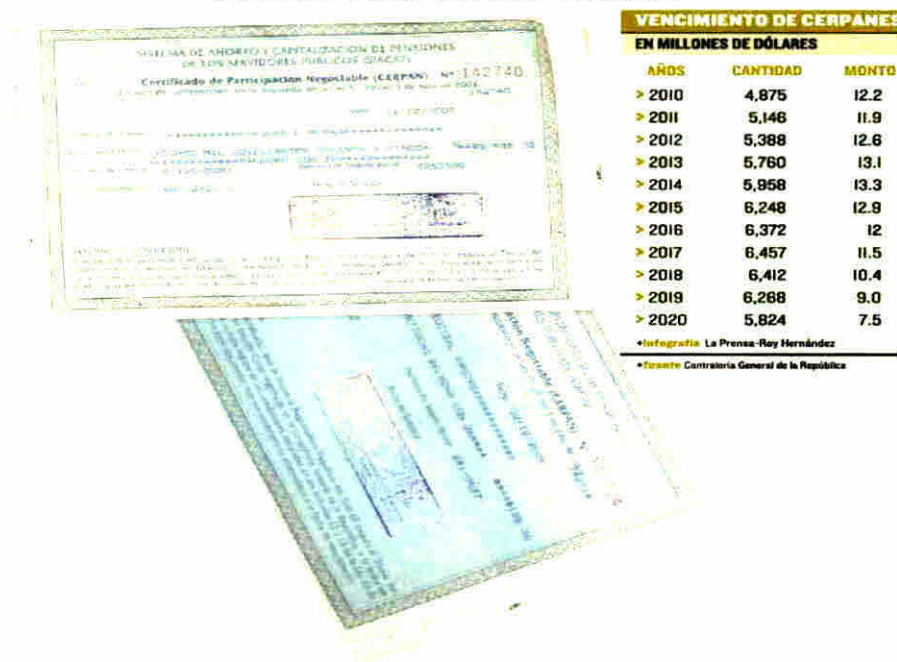
---

<sup>85</sup> DE LEON Xenia. *“Pagarán \$12 2 millones tras vencimiento de los CERPAN”* En Diario La Prensa, sábado 30 de enero de 2010

De la misma noticia, se presenta igualmente un cuadro con información sobre pagos anuales de 2010 a 2020, en cantidad y monto, al vencimiento de los CERPANES.

**Figura N° 1**

**PUBLICACIÓN DE DATOS DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN NEGOCIABLE EN LOS MEDIOS**



El retiro de los fondos SIACAP, a través de los CERPANES, impacta a partir del 2011, porque de acuerdo con el artículo 1 de la Ley N° 60 de 11 de octubre de 2010, el tenedor de los CERPANES cuya persona titular cumpliera la edad para jubilarse o tuviere derecho a pensionarse y los hubiere endosado o cedido, podrá solicitar la devolución de su valor, en un solo pago. Igualmente, las comisiones o rendimientos correspondientes, se continuaron reconociendo hasta el 31 de diciembre del 2010, y a partir de esa fecha, los rendimientos quedaban en beneficio del titular del CERPAN. Esto motivo un retiro masivo de los tenedores correspondientes, desde



enero del 2011 que alcanzo alrededor de B/ 33 0 millones (Ver Capitulo Cuarto literal C)

Otro componente relacionado con el SIACAP es el Plan de Retiro Anticipado Autofinanciable (PRAA) para educadores(as) del Ministerio de Educación (MEDUCA) y el Instituto Panameño de Habilitación Especial (IPHE) creado a partir de la Ley 54 del 27 de diciembre del 2000. Según su artículo 5 participan del PRAA los educadores(as) que laboren en el MEDUCA y los especializados del IPHE así como aquellos educadores(as) que pasen a cumplir otras funciones siempre que continúen pagando la cotización o aporten al fondo del Plan y cumplan con los demás requisitos exigidos en esta Ley. La edad de retiro es de 52 años para las mujeres y 56 años para los hombres.<sup>86</sup>

A pesar de algunos atrasos y problemas el PRAA ha funcionado adecuadamente. Se conoció en 2010 una situación similar a la originada por los CERPAN reenfocada a reducir el fondo para satisfacer el consumo con lo que se observa el interés de un grupo de educadores para tener acceso a los intereses que generaba el fondo PRAA tal como refiere el reporte siguiente:

**“Desde la Escuela Republica de Venezuela un grupo de educadores marcharon hacia el Palacio Legislativo, con un solo objetivo reunirse con los diputados para solicitar la modificación de la Ley que regula el Programa de Retiro Anticipado y Autofinanciable (PRAA). Entre los cambios que solicitan los docentes está la posibilidad de utilizar los intereses que generan sus ahorros, según explicó el dirigente Andrés Góndola.”<sup>87</sup>**

<sup>86</sup> LASSO Mileika. *CERPAN paga 224 millones de dólares en cinco años*. En Diario El Panamá América, viernes 12 de enero de 2007.

<sup>87</sup> CAICEDO Kathia. *Educadores piden reforma de Ley sobre el PRAA*. Telemetro Noticias. Viernes 24 de septiembre de 2010. Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet.

**Del PRAA existe mayor detalle e información sobre su situación que es observable en el Informe de Gestión del Ministerio de Educación presentado a Enero de 2011 en su página Web**

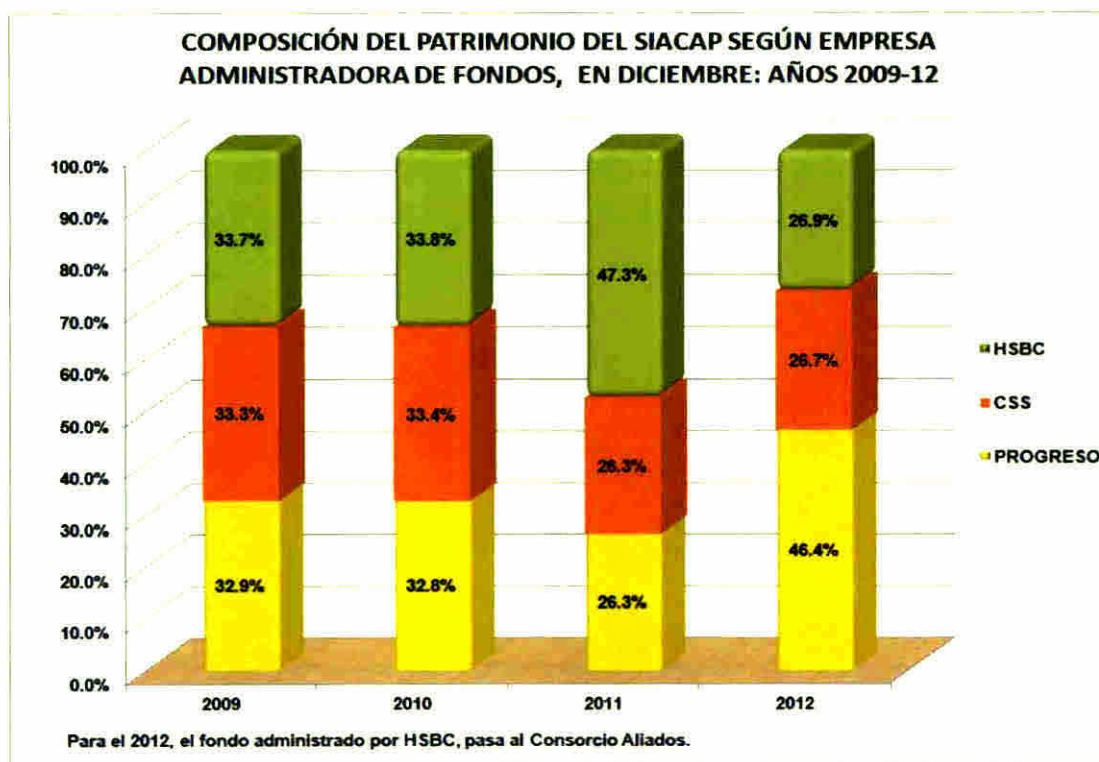
## **CAPÍTULO CUARTO**

### **LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DE LOS FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS**

# **1. LOS FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS, ADMINISTRADOS POR EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE INVERSIONES**

Los fondos del SIACAP, están distribuidos para su administración financiera, en dos EAFP privadas (PROGRESO y Consorcio Aliados) y una pública (de la CSS). La participación actual del FP del SIACAP en cada empresa, correspondió en diciembre del 2012, a 46.4% para PROGRESO, 26.7% para la CSS y 26.9% para Consorcio Aliados (ver gráfica siguiente).

**Gráfica N° 10**



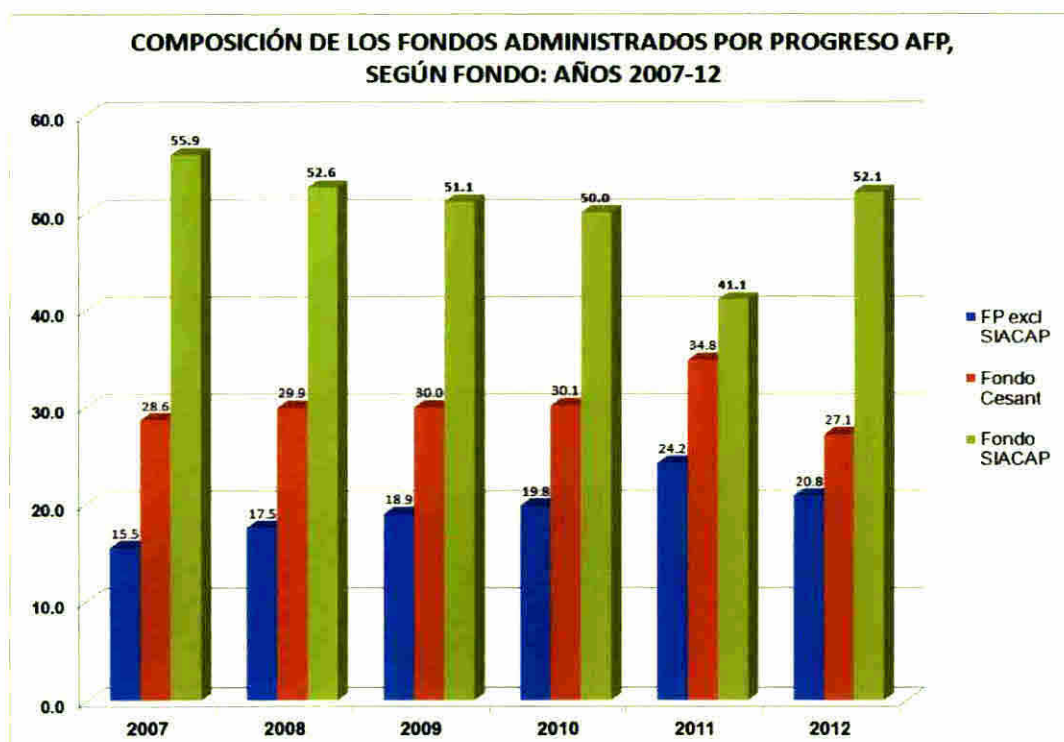
Fuente: SIACAP, Patrimonio y Portafolio de Inversiones por tipo y entidad administradora.

Se observa que para diciembre del 2011, se altera la proporción bastante uniforme (aproximadamente 33% cada una) de las tres porciones observadas en los

años 2009-10. Es el año de las dificultades de los CERPAN y la economía internacional, como se comentará más adelante en este capítulo.

La principal EAFP del SIACAP, es PROGRESO, por su experiencia desde el inicio del fondo y su buen desempeño. Esta empresa tiene una composición en la que predominan en el 2012 (ver Gráfico N° 11), los FP del SIACAP (52.1%), seguidos de los Fondos de Cesantías (27.1%) y por último los FP no SIACAP (20.8%, según ilustra el gráfica siguiente). Igual se observa la irregularidad que presenta el año 2011, en el que el fondo del SIACAP, se reduce y acerca al peso del Fondo de Cesantías. Igualmente, los FP no SIACAP, pesan menos de la mitad del fondo SIACAP, pero del 2007 al 2011, se muestran dinámicos.

**Gráfica N° 11**



Fuente: SIACAP, página web [www.siacap.gob.pa](http://www.siacap.gob.pa)

El patrimonio total del SIACAP, muestra un comportamiento anual creciente para el período 2007-12, excepto el del año 2011 (ver Gráfica N° 12), afectado por la redención de los CERPANES (se explica en el siguiente punto).

**Gráfica N° 12**



Fuente: SIACAP / Fiscalización- Secretaría Ejecutiva del CODA.

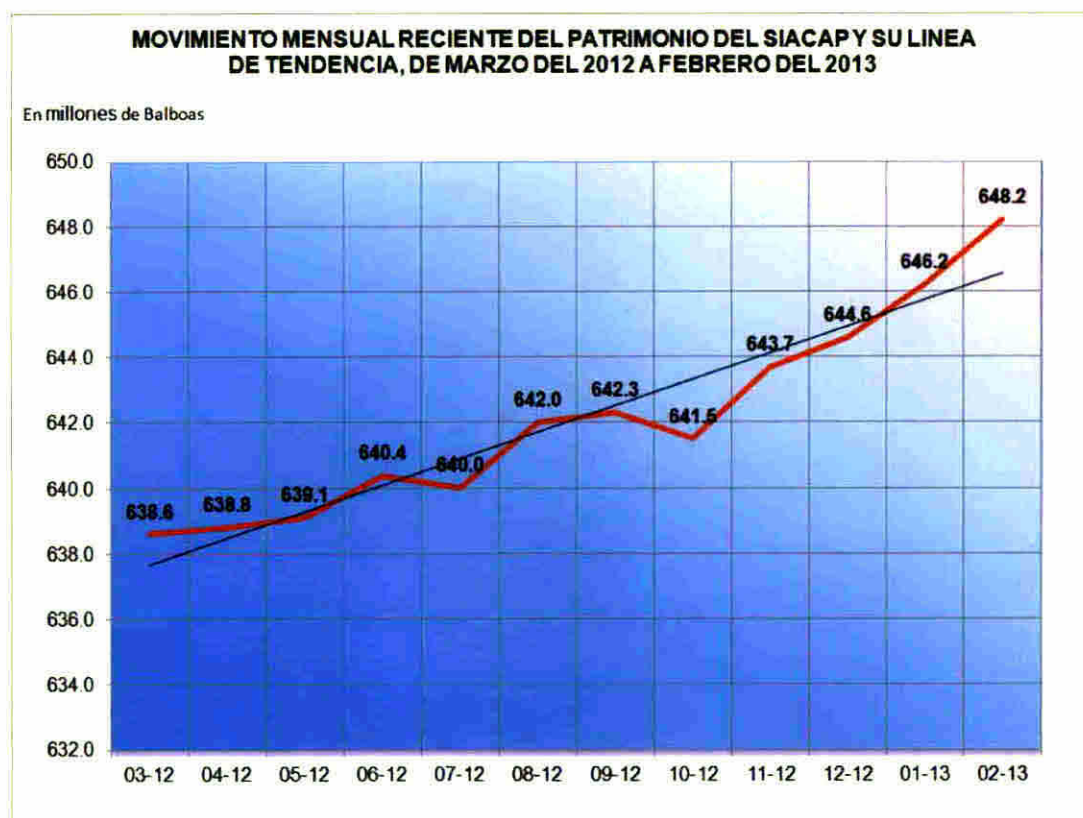
En la evolución mensual observada del año 2012 (ver Gráfica N° 13), el Patrimonio alcanzó en diciembre los B/.644.6 millones, con un incremento respecto al mes previo de 0.1%, reflejo de la situación de las finanzas en general. Se observa una línea con tendencia creciente para los meses recientes.

En cuanto a los montos administrados por PROGRESO AFP, específicamente del SIACAP, éstos corresponden a B/.167.0 millones para el 2011, con un bajón



anual de 20.4% (ver Gráfica N° 14); sin embargo, para el 2012 aumentan en 79.0%, ubicándose en B/.299.1 millones (ver Gráfica N° 14).

**Gráfica N° 13**



Fuente: SIACAP / Fiscalización- Secretaría Ejecutiva del CODA.

En resumen, la afectación del 2011 es bien registrada y explicada por efecto de la Ley N° 60, sobre la redención de los CERPANES, a partir de enero de 2011. Igualmente se registraron limitaciones conocidas en el comportamiento económico internacional. El descenso de 2011 es además influido por la “caída de precios de mercado de las inversiones, por crisis de Europa a finales de diciembre de 2010.”<sup>88</sup>,

<sup>88</sup> LEÓN, Manuel, Analista Financiero de SIACAP: Entrevista realizada el 5 de octubre de 2012.

que además tuvieron efectos en los montos. En este sentido no se observa un resultado basado en mal manejo administrativo por parte de las empresas.

**Gráfica N° 14**



Fuente: Progreso AFP. Página Web [www.progreso-afp.com](http://www.progreso-afp.com): Estadísticas.

En cuanto al manejo específico del mismo fondo, PROGRESO presenta un informe denominado “Fondo del SIACAP administrado por PROGRESO, Estado de la Situación Financiera Condensado”, con el registro de activos y pasivos correspondientes al fondo asignado (ver Anexo B).

Para el 2011, con la caída del total de activos en 20.1%, se da el descenso del renglón de Inversiones a Valor Razonable a precios de mercado, en -38.1%, aun cuando los depósitos en banco del FP de Progreso, crecen en 19.1%. A su vez bajan



los aportes de fideicomitentes en 40 7% reflejo de la situación financiera presentada por influencia de la crisis internacional

Para el 2012 se muestra una recuperación al aumentar los activos del fondo SIACAP en 79% con incrementos de las inversiones a valor razonable en 102% y los depósitos en bancos en 53% Igualmente en 2012 se eleva el monto de aportes de fideicomitentes en 238% respecto al año previo que refleja recuperación en la confianza

De acuerdo con el Estado de Situación Financiera Condensado del fondo del SIACAP presentado por PROGRESO AFP (ver Anexo B) con el registro de activos y pasivos correspondientes al fondo para el 2011 la caída del total de activos en 20 1% registra un descenso del renglón de Inversiones a Valor Razonable a precios de mercado<sup>89</sup> de 38 1% aun cuando los depósitos en banco del FP de Progreso crecen en 19 1% A su vez bajan los aportes de fideicomitentes en 40 7% reflejo de la situación financiera presentada por influencia de la crisis internacional Para el 2012 se muestra una recuperación al aumentar los activos del fondo SIACAP en 79% con incrementos de las Inversiones a Valor Razonable en 102% y los depósitos en bancos en 53% Igualmente en 2012 se eleva el monto de aportes de fideicomitentes en 238% respecto al año previo que refleja recuperación en la confianza.

---

<sup>89</sup> El Valor Razonable a Precios de Mercado de las Inversiones se basa en las cotizaciones de precios de mercado o de agentes corredores Cuando no se encuentran precios disponibles se determinan valores razonables usando técnicas de valuación de tasas internas de retorno y otras técnicas comunmente usadas por los participantes del mercado Pueden ser acciones de capital fondos mutuos locales, mutuos de deuda gubernamental y otros Tomado del Informe Fideicomisos-Fondos de Pensiones administrados por Progreso Estados Financieros combinados 31 de diciembre de 2012 páginas 17 y 18 (punto 10) obtenido en la SMV

## **2 LA CAPITALIZACIÓN DE FONDOS**

### **2.1 La capitalización o valorización de las inversiones de fondos del Sistema de Ahorros y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos**

La buena administración financiera de un fondo procura su crecimiento a través de capitalización para garantizar la estabilidad y alcanzar las oportunidades de incrementar su monto y aportar fuentes de recursos que satisfagan las necesidades de financiamiento de la producción el consumo e inversiones de los países empresas e individuos La capitalización es un proceso que persigue la ampliación del valor de una inversión, poniéndola a producir por sobre su valor original

La capitalización financiera se enfoca a dos tipos de instrumentos los de renta fija, referidos a los títulos valores no accionarios y a los de renta variable que son los basados en la tenencia o propiedad de acciones A diferencia del titular de acciones que se convierte en copropietario de la compañía, los titulares de productos de renta fija (obligaciones bonos letras etc ) se convierten en acreedores de la empresa que los emite

Dentro de los instrumentos de renta fija, el más conocido es el bono que se define como un **Instrumento de endeudamiento a largo plazo** <sup>90</sup>

La valorización de los instrumentos debe realizarse sobre la base que dan sus precios específicos en el mercado o los instrumentos de categoría similar en cuanto a emisor plazo de vencimiento de capital e intereses garantías resguardos y tasa de interés de emisión

---

<sup>90</sup> **BESLEY y otro Op Cit** página 759

Al respecto el artículo 46 del Decreto Ejecutivo N° 27 de 1997 dice que las EAI deben valorizar las inversiones de recursos del SIACAP en base a precios de mercado de las mismas utilizando parámetros comunes proporcionados por el CODA del SIACAP con informe previo del Consejo Nacional de Valores (hoy SMV)

En caso de no estar disponible la información del mercado la valorización se debe realizar con base en el precio promedio del último día en que el instrumento u otro de categoría similar se hayan transado en el mercado o en su defecto al costo de compra del respectivo título

En el caso de instrumentos de renta variable (acciones u otros) el Consejo podrá establecer una valoración distinta a la referida para los instrumentos de renta fija

La periodicidad de las valorizaciones dadas para todas las entidades administradoras deberá presentarse al menos una vez por semana (artículo 46 del Decreto Ejecutivo N° 27 de 1997)

Según el artículo 47 del referido Decreto Ejecutivo N° 27 los recursos mantenidos en el SIACAP se expresarán en unidades denominadas cuotas de ahorro. La cuota de ahorro corresponde a cada balboa aportado a los fondos del SIACAP por los afiliados netos los movimientos a valor presente (en momento cero) de operación del fondo (julio de 2000). Su valor se calcula en base a la suma del valor de mercado de las inversiones del SIACAP que administran las distintas entidades administradoras de inversiones dividido entre el número de cuotas de ahorro existente antes de valorizar la cartera de inversiones. El valor de esta unidad se

expresa en forma de número índice, con dos decimales mínimo (Artículo 47 del DE N° 27 de 1997), que se muestra en la formula siguiente:

$$IVCA = \frac{\text{Suma del valor de mercado de las inversiones del SIACAP que administran las distintas EAI}}{\text{Número de cuotas de ahorro existentes antes de valorizar la cartera de inversiones}}$$

Donde: IVCA = Índice de Valor de la Cuota de Ahorro

El valor inicial será de 1.000000 y debe calcularse con la periodicidad que indique el Consejo de Administración, al menos una vez por semana. La gráfica a continuación, ilustra el comportamiento histórico del IVCA correspondiente al Fondo General del SIACAP, desde su inicio en julio del 2000, hasta diciembre de 2012.

**Gráfica N° 15**



Fuente: Fiscalización / Secretaría Ejecutiva del CODA

Se observa en la gráfica previa, un comportamiento creciente, con altibajos claros desde septiembre de 2008, que se corresponden con la crisis financiera internacional y sus secuelas. Para el cierre en diciembre de 2012, el valor cuota del fondo general, alcanza 2.49058586 o sea que el valor original, se ha más que duplicado en 12 años (casi 2 y medio veces del original), a pesar del bajón por el efecto mencionado de los CERPANES en el 2011.

Con base en la forma impresa y entregada trimestralmente por la ERP a cada afiliado, el presente autor, elaboró un ejemplo base de una cuenta individual, para ilustrar la forma en que funciona un FP personal, en lo referido al Índice de Valor Cuota, en el que el Ejemplo 1: Tiempo inicial, Componentes y Proceso de Registros de la Cuenta individual de un afiliado al fondo del SIACAP (Cuadro N° 8), corresponde al comienzo, a partir del Bono de Cumplimiento determinado para cada servidor, con aportes que tenía en el Fondo Complementario de la CSS, entregado a las EAFP el 7 de julio del 2000.

En el Ejemplo 2 (Cuadro N° 9), Tiempo posterior (7 años después, o sea en el 2007), se ve el proceso de acumulación y determinación del índice de valor cuota.

#### **Cuadro N° 8**

##### **EJEMPLO 1. TIEMPO INICIAL: COMPONENTES Y PROCESO DE REGISTROS DE LA CUENTA INDIVIDUAL DEL AFILIADO AL FONDO SIACAP**

	<b>Detalle</b>	<b>Datos</b>
1	Suma inicial (Bono):  Fecha: 7 de Julio de 2000	B/.4,535.00

2	Aportación trimestral (salario B/.1,300.00):	B/.78.00
3	Aportación estatal (0.3%):	B/.11.70
4	Comisión ERP (0.06%):	B/.2.34
5	Comisión EAI (0.12%):	B/.4.68
6	<b>Sub Total:</b>	B/.4,617.68
7	Rendimiento:	B/.76.00
8	<b>Saldo Final:</b>  Fecha: 31 Septiembre de 2000	B/.4,693.68
9	<b>Valor Cuota:</b>	1.01645848

Fuente: elaborado por el autor a partir de datos propios.

#### Cuadro N° 9

### EJEMPLO 2. TIEMPO POSTERIOR: COMPONENTES Y PROCESO DE REGISTROS DE LA CUENTA INDIVIDUAL DEL AFILIADO AL FONDO SIACAP (7 años después)

	<b>Detalle</b>	<b>En Cuotas</b>	<b>En Balboas</b>	<b>Valor Cuota</b>
1	Saldo anterior  Fecha: 1 de Enero de 2008	B/.7,151.  00	B/.12,705.  00	1.77667459

2	Aporte 2% (salario 1 540 00) por 3 meses	B/ 92 40	B/ 104 40	
3	Aporte estatal 0 3%	B/ 13 86	B/ 15 66	
4	Comisión ERP (0 12%)	B/ 2 77	B/ 6 26	
5	Comisión EAI (0 24%)	B/ 5 56	B/ 12 53	
6	<b>Sub Total</b>	<b>B/ 7,248</b> <b>93</b>	<b>B/ 12,806</b> <b>27</b>	<b>1 76664280</b>
7	Rendimiento		B/ 173 00	
8	<b>Saldo final</b>  Fecha 31 de marzo de 2008	<b>B/ 7,248</b> <b>93</b>	<b>B/ 12,979</b> <b>27</b>	<b>1 79050839</b>

**Fuente** elaborado por el autor a partir de datos propios provenientes de los reportes de la ERP del SIACAP

Un primer elemento observable es el hecho de que el rendimiento obtenido se calcula en forma global para todo el fondo asignado y se reparte a cada afiliado de acuerdo a sus cuotas partes acumuladas y con base en el valor cuota acumulado. Es el resultado de la diferencia entre el índice de valor cuota actual y el correspondiente anterior con el valor en balboas. Para el ejemplo corresponde a B/ 173 00 que pasa al saldo final del periodo.

Igualmente se observa que el pago del Estado a través del 0.3% del salario inicio cubriendo las comisiones a EAI y ERP en el 2000 (un 0.18%) y a los ocho años en 2008 ya sobrepasan el aporte del Estado al ubicarse en 0.36% (0.12% + 0.24%) En este sentido la Ley no cubre esta situación

Con el seguimiento semanal del IVCA se garantiza que el valor de mercado esté por encima o cerca del valor anterior y además se observa si se mantiene arriba del valor de la cartera original

A su vez, el saldo total de la cuenta individual de un afiliado al SIACAP se obtiene multiplicando el numero de cuotas de ahorro que posee en la EAI por el IVCA obtenido global a partir de la fórmula mostrada, que logra disponer de forma rápida, la información individual de cada afiliado

En los ejemplos El valor inicial compuesto por el bono de cumplimiento (B/ 4 535 00) más los aportes del afiliado menos los descuentos por comisiones a las EAI y ERP dan como resultado el saldo total de B/ 4 617 68 que multiplicado por el IVCA (1.01645848) alcanza el saldo final en el periodo inicial correspondiente a B/ 4 693 68 que se diferencia en el rendimiento agregado registrado para el periodo En el segundo período del ejemplo el valor aportado en cuotas era de B/ 7 248 93 que multiplicado por el IVCA de 1.79050839 (según el ejemplo hipotético) nos resulta en el valor en balboas del aporte correspondiente a B/ 12 979 27 y un rendimiento de B/ 173 00 para el periodo El proceso de acumulación se repite con los aportes pago de comisiones y el rendimiento de las inversiones realizadas por las EAI De esta forma se realiza básicamente el proceso de capitalización del fondo



## **2.2 El manejo adecuado del portafolio de inversiones**

El portafolio de inversiones es el conjunto o cartera de activos financieros en los que se invierte. Comprende el manejo integrado de las distintas alternativas que posee un administrador de inversiones para facilitar los retornos adecuados de su actividad.

Este manejo parte de dos principios fundamentales de las finanzas:

- A mayor riesgo, mayor beneficio
- Conveniencia de diversificar los recursos en varias cestas

Un buen manejo del portafolio de inversiones debe disponer de toda la gama de posibilidades: arriesgadas, pasivas y moderadas, según se invierta en valores más o menos seguros y un adecuado seguimiento de la calidad de los títulos o valores cubiertos.

Existe una asociación directa entre el riesgo y el rendimiento, o sea que cuanto mayor es el riesgo de un valor, más elevado debe ser el rendimiento esperado que se debe ofrecer a los inversionistas. Lo que equivale al primer principio, es decir, a mayor riesgo, mayor beneficio. Sin embargo, los autores de tratados de administración financiera, hablan además de la importancia de diversificar la cartera o portafolios de inversiones para que la colocación de los recursos en instrumentos financieros variados garantice un rendimiento mínimo conjunto esperado de la inversión total. Estos temas se documentan en el marco teórico (en Capítulo Primero).

Debido a que entre los manejadores de inversiones financieras existen personalidades pasivas, moderadas y agresivas, asimismo se dan distintas alternativas

de inversión Los más agresivos o arriesgados buscan inversiones de alto riesgo como por ejemplo acciones en empresas de alta tecnología los moderados buscan por ejemplo los bonos corporativos con calificación de grado de inversión y los pasivos prefieren invertir por ejemplo en bonos de la tesorería de los Estados Unidos (generalmente considerados como libres o de bajo riesgo) En este sentido un portafolio de inversiones bien equilibrado debe poseer inversiones que incluyan las tres opciones aun cuando una de las tres sea predominante

Una de las empresas administradoras que actualmente es la ERP del SIACAP (PROFUTURO) ofrece cuatro Planes entre conservadores y agresivos según el gusto del cliente (para afiliados pero no de SIACAP) denominados Multifondos caracterizados por su ventaja de elegibilidad para el cliente según su propio perfil de riesgo Los planes ofrecidos son

- **Pro Ahorro** su objetivo es la apreciación del capital a largo plazo a través de una administración activa, que utiliza instrumentos de renta variable en el mercado local instrumentos de renta fija del mercado local e inversiones a corto plazo La combinación puede variar La referencia de distribución para el plan es 25% renta variable y 75% renta fija
- **Pro Inversión** el objetivo es la preservación del capital procurando retornos ligeramente superiores a los depósitos tradicionales en la plaza, con baja volatilidad Se realizan colocaciones principalmente en plazos fijos y otros instrumentos de renta fija en bancos locales o internacionales de reconocido prestigio

- **Pro Visión** el objetivo es la apreciación del capital a largo plazo a través de una administración activa que utiliza instrumentos de renta variable en el mercado local instrumentos de renta fija en el mercado local e inversiones a corto plazo La referencia de distribución es la misma que la del plan Pro ahorro
- **Pro Capital** El objetivo es la apreciación del capital a largo plazo a través de una administración activa que utiliza instrumentos de renta variable en el mercado internacional instrumentos de renta fija del mercado internacional y local e inversiones a corto plazo La combinación puede variar La referencia de distribución es de 40% en renta variable y de 60% en renta fija.

La empresa PROFUTURO plantea la inversión diversificada, en los 4 planes mencionados como se muestra en el esquema a continuación

#### Esquema N° 10

#### PLANES DE INVERSIÓN OFRECIDOS POR PROFUTURO

<b>PLAN PRO AHORRO</b>	<b>PLAN PROINVERSIÓN</b>	<b>PLAN PROVISIÓN</b>	<b>PLAN PROCAPITAL</b>
Depósitos a plazo fijo 95 9%	Bonos 54%	Bonos 30 59%	Fondos mutuos 57 1%
Efectivo 3 2%	Fondos mutuos 20 1%	Acciones 23 2%	Bono 30 2%
Valores comerciales negociables 0 9%	Efectivo 7%	Depósitos a plazo fijo 13 4%	Efectivo 5 7%
	Participación 6 4%	Fondos mutuos 9 5%	Deuda I/E 5%

	Depósitos a plazo fijo 5 8%	Efectivo 7 94	Participación 1 5%
	CERPANES 4 9%	Participación 5 3%	Otros 0 4%
	Valores comerciales negociables 1 6%	Deuda I/E 4 4%	
	Otros 0 2%	CERPANES 3 9%	
		Valores de crédito negociables 1 7%	

Fuente PROFUTURO AFPC S A

En el caso de PROGRESO no se observa este diseño por planes lo que refleja una mayor dinámica comparada de PROFUTURO sin embargo el portafolio de PROGRESO segun se observa en el Anexo A numeral 3 presenta una diversificación en la distribución que determinan las empresas en la capitalización del fondo del SIACAP

### **2 3 El rendimiento mínimo garantizado por la ley**

Segun el artículo 48 del Decreto Ejecutivo N 27 de 1997 (reformado por articulo 48 del Decreto N 32 del 6 de julio de 1998) las entidades administradoras de inversiones deberán garantizar un rendimiento mínimo mensual para los recursos del SIACAP a su cargo Este rendimiento se calculará a partir de la rentabilidad que registre el valor de la cuota de ahorro del SIACAP

Las EAI cuyos rendimientos no alcancen el minimo requerido deberán resarcir al fondo del SIACAP la diferencia que hubiere entre el retorno obtenido y el minimo garantizado Las diferencias se calcularán mensualmente a partir del 12

mes y las EAI deberán resarcir la diferencia, en los 5 días calendarios siguientes al cierre

El rendimiento mínimo al que están obligadas las entidades administradoras de inversiones se computará utilizando un promedio móvil mensual (acumulación promedio de 24 meses que se va movilizandohacia adelante sucesivamente cada mes) considerando los resultados obtenidos durante los 24 meses anualizados y será igual a la cifra menor entre la rentabilidad ponderada de la cuota de los fondos del SIACAP menos de 2 puntos porcentuales y el 60% de dicha rentabilidad ponderada

**“La técnica de medias móviles construye una nueva serie a partir de la media de un número determinado de datos, en la que se va añadiendo sucesivamente un dato nuevo y quitando, al mismo tiempo, el más antiguo de los datos incluidos en la media anterior ”<sup>91</sup>**

Se observa que el manejo es exigente y debe garantizar lo más posible el beneficio mínimo para los afiliados

Los mecanismos obligatorios requerirán un cumplimiento oportuno de las empresas y el adecuado seguimiento de los reguladores para garantizar el buen desarrollo de esta delicada actividad

### **3 COMPONENTES DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIONES DE LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PUBLICOS**

Un portafolio o cartera de inversiones equilibrado debe estar compuesto por una combinación de instrumentos de rentas fija y variable con el objeto minimizar

---

<sup>91</sup> **UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID** *Curso de Predicción Económica y Empresarial*  
Ver en Bibliografía de Información accesada de Internet

**riesgos no sistemáticos** Una buena distribución de la cartera de inversión repartirá el riesgo en diferentes instrumentos financieros acciones depósitos a plazo efectivo monedas internacionales bonos bienes raíces fondos mutuos entre otros Esta distribución, dependerá de las políticas seguidas por el administrador de inversiones y las restricciones que presente la normativa legal

Con la normativa actual se da flexibilidad a la inversión según se observa en el Capítulo Tercero numeral 13 referido a la legislación sobre inversiones que originalmente se orientaba más hacia el mercado hipotecario según el citado artículo 8 de la Ley 10 de 1993 Las modificaciones dan mejor posibilidad a las inversiones realizadas por las EAFP de conformidad con sus criterios y planes ofrecidos Sin embargo existe un vacío que se basa en la configuración y desarrollo actual del mercado de valores y las empresas privadas nacionales dado que para que exista mayor diversificación se requiere de un mercado secundario que dinamice la venta de acciones y empresas que las promuevan y emitan para el mercado incluidos los hogares con capacidad inversora

Existen alternativas para la utilización de los fondos que van desde la inversión local a nivel de depósitos principalmente plazos fijos bonos privados valores comerciales negociables bonos del gobierno títulos hipotecarios y acciones de empresas A nivel extranjero en letras del tesoro norteamericano depósitos y otros con grado de inversión

Se observa que con el fortalecimiento de los bancos a partir de la nueva legislación bancaria, por el acuerdo bancario internacional denominado Basilea III (orientado hacia una supervisión enfocada al análisis y seguimiento de riesgos) el

desarrollo de la BVP y su integración regional el impulso que pueda tomar el mercado de valores secundario la coordinación de entidades financieras reguladoras a partir de la Ley 67 del 2011 así como las reglas que permiten mayor inversión en el extranjero las EAFP tienen la oportunidad de potenciar el sector y proveer fondos internos para inversores que favorezcan la oferta de recursos para el desarrollo nacional

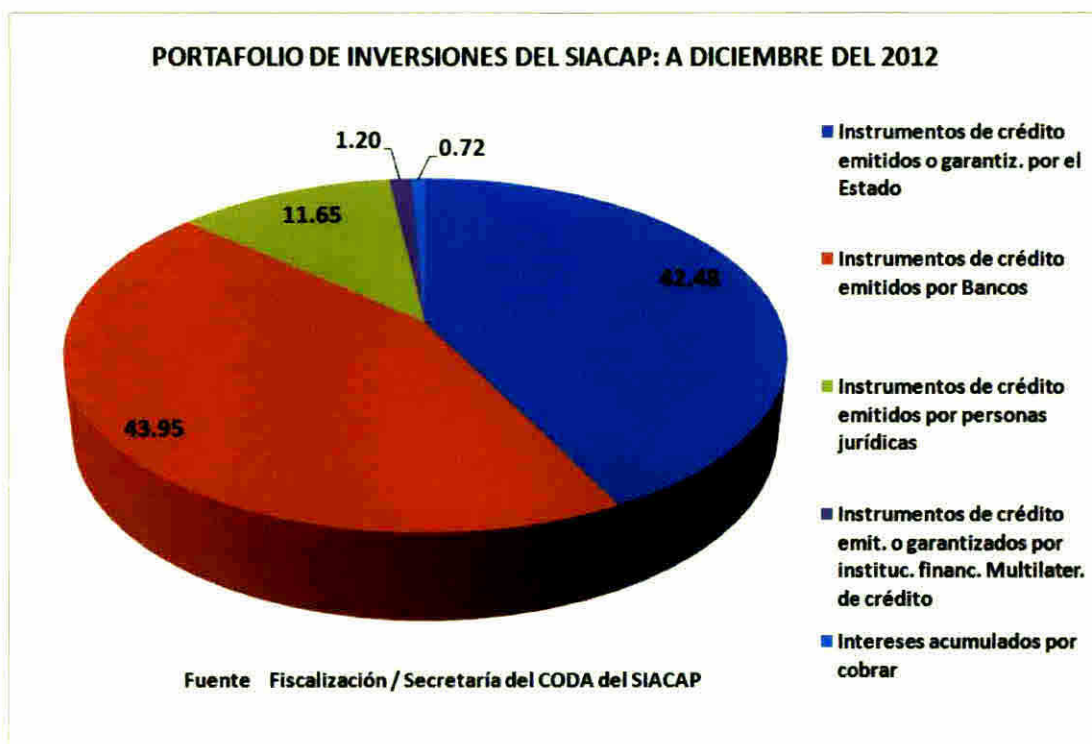
Entre las EAFP estudiadas en Panamá, PROFUTURO maneja un menu bien estructurado de portafolio de inversiones que permite al cliente optar por un plan que va de menos a más agresivo De esta manera, se observa una dinámica adecuada en la oferta de las EAFP panameñas (caso de PROFUTURO) que con el tiempo podrá ser de práctica general en el sector

En información publicada en la página WEB del SIACAP sobre el portafolio de inversiones por tipo y entidad presentada para los meses de diciembre de 2010 12 vemos que en PROGRESO para el 2010 la orientación que predominó en el portafolio de inversiones del fondo SIACAP administrado fue hacia los instrumentos de crédito emitidos o garantizados por el Estado con un peso de 50 5% seguidos por instrumentos de crédito emitidos por bancos en 38 3% e Instrumentos de crédito emitidos por personas juridicas en 7 2% el 4% restante es de instrumentos de crédito emitidos o garantizados por instituciones financieras multilaterales e intereses acumulados por cobrar

En diciembre del 2011 el portafolio se orientó a instrumentos de crédito emitidos o garantizados por bancos en 51 9% seguido de instrumentos de crédito del Estado con 33 7% e instrumentos de crédito emitidos por personas juridicas en

9.3%, que ilustra el cambio de estructura hacia instrumentos bancarios, considerados más estables, igual que los de personas jurídicas (no bancarias). Se observa la influencia de la situación dada en el 2011, con los CERPANES y el monto del patrimonio. Para diciembre de 2012, la composición fue nuevamente más hacia los instrumentos emitidos por bancos, con 43.95% (ver Gráfica N° 16), seguida de los instrumentos emitidos por el Estado, con 42.48% y los emitidos por personas jurídicas, con 11.65%.

**Gráfica N° 16**

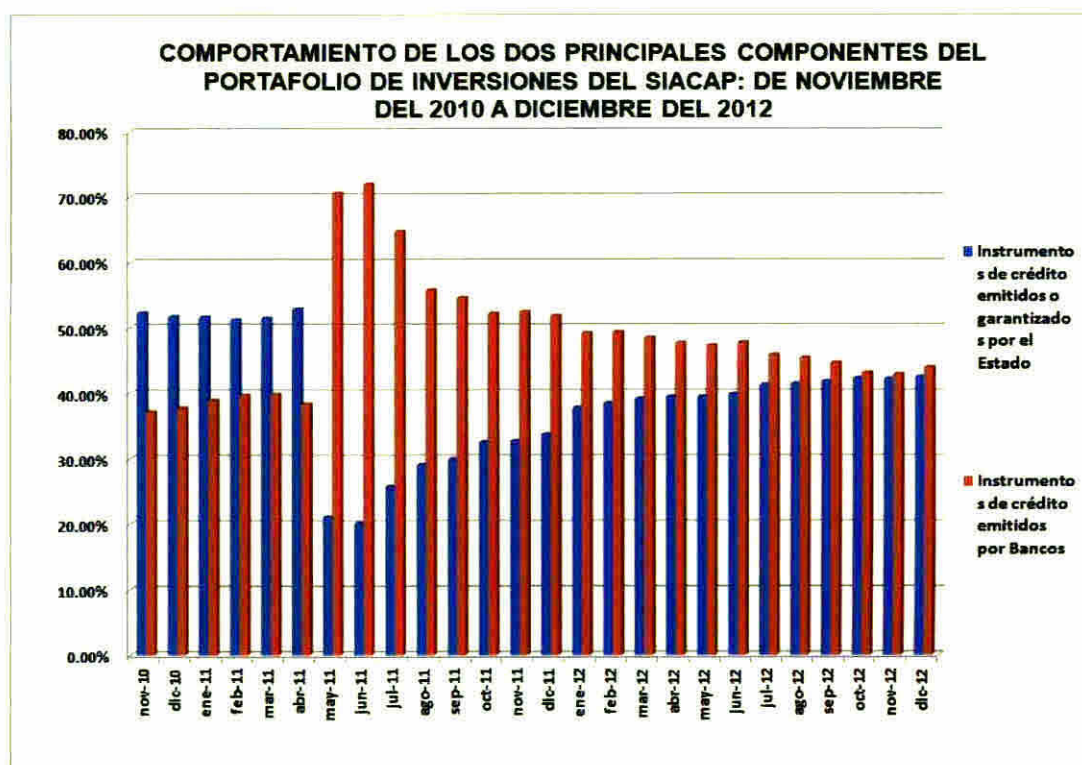


Al observar la evolución de la participación de los dos principales renglones de inversión de fondos SIACAP (ver Gráfica N° 17), vemos que los instrumentos de crédito emitidos o garantizados por el Estado, fueron fuertes hasta abril del 2011, cuando pesaban 52.8%, mientras que en mayo y junio de ese año, pesan 21.1% y



20.1% respectivamente. Son rebasados por los instrumentos de crédito emitidos por bancos, que sitúan su participación en el portafolio del SIACAP, en 38.3% para abril y 70.6% y 72%, en mayo y junio respectivamente. Los cambios en el entorno financiero internacional, hacen que se inviertan los fondos del SIACAP, en títulos bancarios. Igualmente se da una afectación basada en la entrega de CERPANES, que afecta la estructura del 2011, como se observa en el punto 4, siguiente.

**Gráfica N° 17**



Fuente: SIACAP. Página [www.siacap.gob.pa](http://www.siacap.gob.pa): SIACAP en Cifras

Al respecto, en los años más recientes, las EAFP incluyen comités de riesgos, que estudian los pormenores de la evolución de los componentes de las carteras y realizan estudios para recomendar las decisiones de inversión.

#### **4 COMPORTAMIENTO DEL PATRIMONIO DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS, ASIGNADO A LAS EMPRESAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES**

El SIACAP inicia operaciones integralmente el 7 de julio de 2000 fecha en que se da la asignación de montos a las 5 EAFP iniciales del SIACAP mencionadas en el capítulo tercero a partir de un monto total de B/ 435 1 millones de los que correspondieron B/ 87 0 millones a cada EAFP

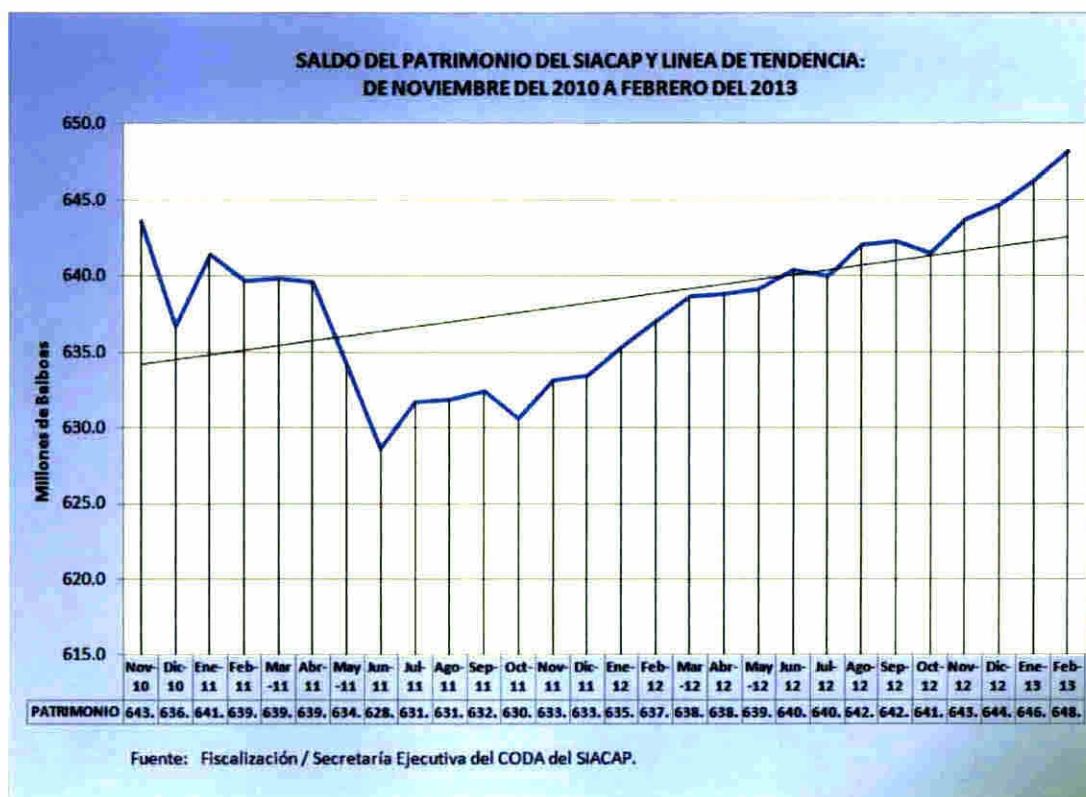
Al unir el valor del bono negociable personal con los aportes descontados del cheque de cada funcionario cuentahabiente con los aportes estatales y el resultado de la administración de las EAFP se genera el movimiento en el patrimonio del SIACAP que agrega recursos a todos los cuentahabientes

El Patrimonio de las cinco EAFP del SIACAP iniciado en B/ 435 1 millones para el 2000 se ubicó para el 2003 en B/ 462 5 millones para el 2004 se situó en B/ 486 5 millones incrementándose 5 2% para 2005 en B/ 500 0 millones para 2006 en B/ 576 0 millones y en 2007 (a septiembre) B/ 548 3 millones El 31 de agosto de 2012 el saldo del patrimonio alcanza los B/ 642 0 millones que corresponde en un 47 0% (B/ 299 5 millones) a PROGRESO con el mayor peso mientras que el Consorcio Ahados posee el 27% del total (son B/ 171 00 millones) y la CSS el 26% (son B/ 170 9 millones)

Si observamos a continuación el comportamiento del Saldo del Patrimonio del SIACAP (ver Gráfica N° 18) vemos que en el periodo de enero a junio 2011 se registra un fuerte bajón que corresponde al efecto del pago de CERPANES debido al artículo 1 de la Ley 60 de 11 de octubre de 2010

De este cambio estructural que impactó en la salida de fondos del patrimonio y tuvo efectos en el portafolio del SIACAP, se reportó el pago de los CERPANES, que para el mes de junio de 2011, alcanzaron un monto record pagado de B/.8.65 millones, cuando en abril previo, se pagó solo B/.4.65 millones y en enero y febrero de 2011, se pagaba solo B/.0.31 millones y B/.0.76 millones, respectivamente.

**Gráfica N° 18**



Como lo plantea la noticia citada por el semanario CAPITAL, redactado el 10 de junio de 2012, en categoría Finanzas:

**“(...) De acuerdo con la entidad reguladora, esto es una consecuencia directa de la implementación de la Ley 60 de 11 de octubre de 2010. (...) La Ley 60 motivó a muchas personas y empresas que compraron Cerpan a los afiliados a hacerlos efectivos, por lo que el**

**Siacap tuvo que desembolsar \$33 millones para cubrir estos pagos, lo que incidió en la disminución temporal del patrimonio ”<sup>92</sup>**

Una explicación más abarcadora que combina, tanto la situación de crisis financiera internacional con el efecto de los CERPANES la plantea la actual Secretaria Ejecutiva del SIACAP

**Liz Delgado Linares secretaria ejecutiva del Siacap, señaló que el patrimonio de ingreso ha sufrido un crecimiento lento, debido a la crisis financiera y porque la institución cuenta con el programa Cerpan por lo cual muchos beneficiarios han optado por retirarse de este proyecto. Esto ha ocasionado la salida de unos 40 millones de dólares del sistema ( ) <sup>93</sup>**

A partir de noviembre de 2011 el comportamiento del fondo es creciente y muestra una línea de tendencia generada por el Excel con inclinación positiva, hasta el 2012 e incluso los inicios de 2013. A diciembre de 2012 el patrimonio del SIACAP alcanza los B/ 644 0 millones

## **5 RENDIMIENTOS ALCANZADOS EN LA CAPITALIZACIÓN DE LOS FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS**

El rendimiento acumulado promedio desde el inicio del fondo en julio de 2000 hasta el 31 de diciembre de 2012 correspondió a 7 4699% y a nivel de las empresas la CSS reporta 7 4857% Consorcio Aliados 7 4467% y PROGRESO 7 4743%

---

<sup>92</sup> **GONZÁLEZ Ricardo** *Ley 60 de 2010 afecta patrimonio del SIACAP* En Semanario Capital categoría Finanzas redactado el 10 de junio de 2012

<sup>93</sup> **DE GRACIA José Antonio** *Fondos del SIACAP ascienden a \$640 millones hasta junio* En Diario El Panamá América, 21 de agosto de 2012

En diciembre de 2011 el rendimiento acumulado fue de 7 6665% lo que muestra una leve disminución. En realidad la trayectoria de los rendimientos observados desde noviembre de 2010 (ver Anexo C 6 que presenta los rendimientos acumulados desde ese mes hasta diciembre de 2012) ha ido descendiendo impactado por la situación internacional que afectó los bonos de Panamá en el exterior a fines del 2010 por inestabilidad de los mercados.

**“La rentabilidad de los fondos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de Servidores Públicos (Siacap) tuvo una caída en los rendimientos de noviembre y diciembre provocada por una baja en la cotización de los bonos globales de la República de Panamá ( ) De acuerdo con la unidad de fiscalización y operativa del Siacap el resultado del rendimiento mensual de los meses de noviembre y diciembre 2010, es consecuencia de la disminución de los Bonos Soberanos de la República de Panamá en el exterior debido a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales en los últimos meses. El segmento de Bonos Soberanos representa actualmente el 51,72% del portafolio de inversiones del Siacap, por lo que cualquier variación incide en los rendimientos”<sup>94</sup>**

Sin embargo podemos observar la diferencia a favor de la rentabilidad que presentan los FP privados vs la Tasa Bancaria de Depósito a Plazo fijo en 10 años (ver Gráfica N° 19) en la que los rendimientos de los planes de PROFUTURO (Proinversión Proahorro Procapital y Provisión) al igual que el de PROGRESO en general están por encima de las rentabilidades de la tasa de depósitos bancarios (las barras en el gráfico). Igualmente se aprecia que los planes más agresivos Procapital y Provisión son de mayor volatilidad o sea movimientos más bruscos en el tiempo.

Para el caso de PROGRESO se observa estabilidad pero el porcentaje está

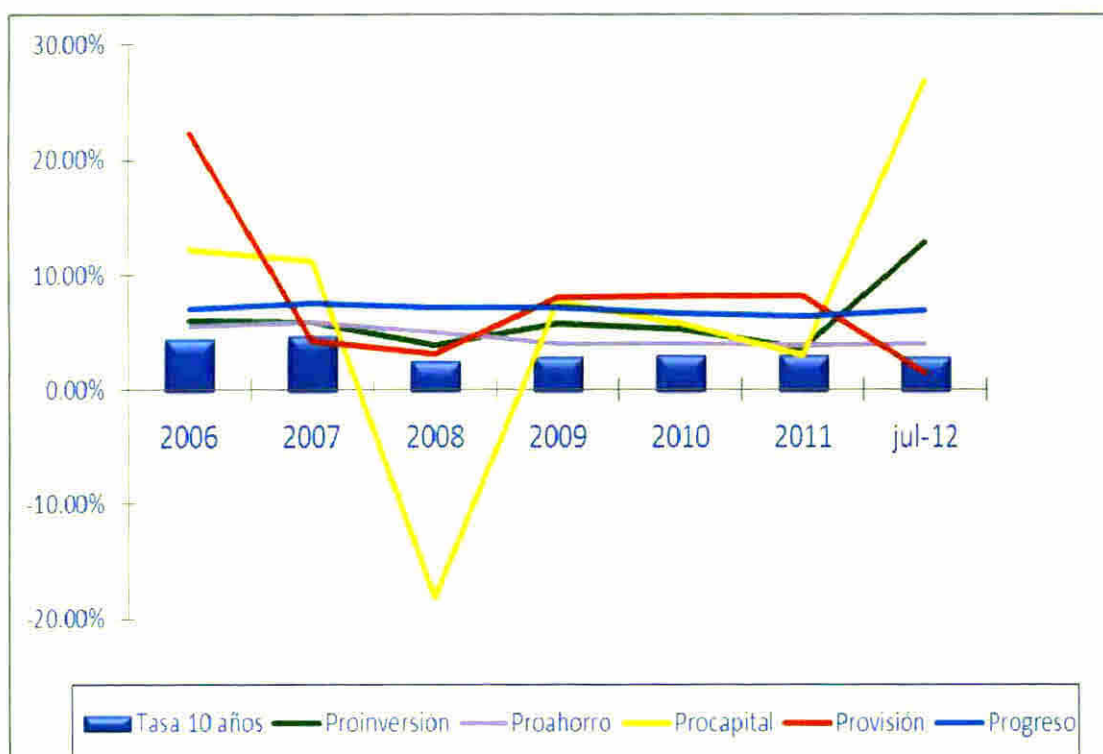
---

<sup>94</sup> SOLIS Alma. *SIACAP con resultados negativos*. En Semanario Capital Financiero redactado el 7 de febrero de 2011.

por encima de la tasa de interés bancario, en toda la serie, con un nivel de 6.94% promedio, para julio de 2012.

**Gráfica N° 19**

**RENTABILIDAD DE FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS  
VS. TASAS BANCARIAS EN PANAMA**



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores. Boletín Informativo N° 40-2012, del 3-9 de octubre de 2012, página 11.

A manera de comparar los rendimientos en los FP panameños, versus el exterior, podemos observar los resultados del Cuadro N° 10, sobre la rentabilidad de los FP chilenos, en términos nominales:



**Cuadro N° 10**

**RENTABILIDAD NOMINAL\* DE LOS FONDOS DE PENSIONES  
CHILENOS: DE AGOSTO DEL 2012 Y ÚLTIMOS 12 Y 36 MESES  
PREVIOS**

<b>Fondos de Pensiones</b>	<b>Agosto de 2012</b>	<b>Últimos 12 meses Sep. 2011- Ago. 2012</b>	<b>Promedio anual últimos 36 meses Sep. 2009- Ago. 6. 2012</b>
Tipo A – Más riesgoso	-0.15	1.37	5.24
Tipo B – Riesgoso	-0.10	1.96	6.04
Tipo C - Intermedio	0.19	2.95	6.33
Tipo D - Conservador	0.59	4.18	6.70
Tipo E – Más conservador	0.86	5.22	7.69

\*Se entiende por rentabilidad nominal de un FP en un mes, el porcentaje de variación del valor cuota al último día de ese mes, respecto del valor cuota al último día del mes anterior. La rentabilidad nominal para períodos superiores a un mes se presenta anualizada, considerando para ello el número de días existentes en el período de cálculo.

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile, [www.safp.cl](http://www.safp.cl)

Tal como se muestra, la rentabilidad nominal del fondo del SIACAP, es más alta que la de los FP chilenos, dado que la rentabilidad de FP tipo E (más conservador), para los últimos 12 meses fue de 5.22 y en Panamá, la del Fondo General fue igualmente de 5.22. O sea que si integramos a la chilena, la de otros tipos de mayor riesgo, bajará el promedio. Igualmente a 36 meses el tipo E, es de 7.69% y en Panamá, de 7.24% (promedio).

El siguiente cuadro presenta la trayectoria dada por la antigüedad del fondo, que aumenta la tasa de rendimiento acumulado, al dar mayor peso histórico al monto.

**Cuadro N° 11**

<b>Rendimientos del Fondo General del SIACAP: fecha de corte 30 de junio del 2012</b>			
<b>Días</b>	<b>Período</b>	<b>Rentabilidad</b>	<b>Rendimiento %</b>
<b>30</b>	<b>12-jun</b>	<b>Último Mes</b>	<b>5.301%</b>
<b>182</b>	<b>Desde enero 2012</b>	<b>Últimos 6 Meses</b>	<b>5.050%</b>
<b>366</b>	<b>Desde julio 2011</b>	<b>Últimos 12 Meses</b>	<b>5.222%</b>
<b>731</b>	<b>Desde junio 2010</b>	<b>Últimos 24 Meses</b>	<b>6.207%</b>
<b>1096</b>	<b>Desde junio 2009</b>	<b>Últimos 36 Meses</b>	<b>7.242%</b>
<b>4376</b>	<b>Desde el 7 de Julio 2000</b>	<b>Histórico</b>	<b>7.5564%</b>
<b>Fuente: Fiscalización / Secretaría Ejecutiva del CODA del SIACAP</b>			

El rendimiento de los fondos sin considerar los del SIACAP, presenta resultados y comportamientos favorables. Al respecto, la siguiente noticia:

**“Los rendimientos de los fondos de pensión igualmente siguen siendo atractivos para los afiliados, ya que superan a los intereses pagados actualmente por los plazos fijos bancarios y muchos de los instrumentos negociados en la Bolsa de Valores de Panamá.**

**El rendimiento histórico de Progreso AIFPC, o sea, el rendimiento desde que empezó operaciones hace 14 años atrás, es de 7,67% anual. Y el promedio ponderado del rendimiento durante 2011 fue de 6,44%. Para marzo de este año el rendimiento de Progreso se situó en 6,83%, mientras que para julio llegó a 6,94%. En cuanto a Pro Futuro, el rendimiento de sus cuatro fondos ha sido variado, pero todos reflejan cifras positivas.**



**En lo que va del año el rendimiento de estos fondos ha sido 3,93% para Pro Ahorro, 8 42% para Pro Inversión, 12,03% para Pro Visión y 9,16% para Pro Capital ”<sup>95</sup>**

Con el objeto de examinar la variabilidad del rendimiento o lo que se denomina también su volatilidad se realizó un estudio de la varianza, que corresponde a determinar la

**“Diferencia promedio del cuadrado de las desviaciones entre el rendimiento observado y el rendimiento promedio ( ), cuanto mayor sea la varianza o la desviación estándar, tanto más dispersos estarán los rendimientos ”<sup>96</sup>**

A partir de una serie del rendimiento acumulado del SIACAP (el mensual sin acumular no se logro obtener) hemos realizado un estudio de la varianza, que se muestra en el Cuadro N° 12 (y su detalle en el Anexo C)

**Cuadro N° 12**

**RENDIMIENTOS ACUMULADOS PROMEDIO DEL FONDO DEL SIACAP Y SU VARIANZA, SEGUN EMPRESA ADMINISTRADORA DEL FONDO DE NOVIEMBRE DEL 2010 A DICIEMBRE DEL 2012**

<b>DETALLE</b>	<b>PROGRESO</b>	<b>CSS</b>	<b>HSBC</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Rendimiento</b>				
<b>Promedio</b>	7 6123	7 6932	7 6899	7 6656
<b>VARIANZA</b>	0 004711	0 014213	0 025116	0 012064
<b>DETALLE</b>	<b>PROGRESO</b>	<b>CSS</b>	<b>HSBC</b>	<b>TOTAL</b>

<sup>95</sup> GONZALEZ, Ricardo *Fondos de pensión podrían llegar a \$290 millones* En Diario La Prensa. Op Cit

<sup>96</sup> ROSS y otros Op cit página 379

<b>DESVIACION ESTANDAR</b>	<b>0 068633</b>	<b>0 119290</b>	<b>0 158481</b>	<b>0 109836</b>
<b>DESVIACION EN %</b>	<b>6 9 0%</b>	<b>11 9%</b>	<b>15 8%</b>	<b>11 0%</b>

**Fuente** cálculos del autor con base en datos de SIACAP Página [www.siacap.gob.pa](http://www.siacap.gob.pa)  
**SIACAP en Cifras**

La varianza obtenida, nos dice que PROGRESO posee la mayor estabilidad de rendimientos con un 6 9% de desviación sobre el promedio que está por debajo de la desviación que muestra el Total seguidos de la CSS y por ultimo el HSBC (que de marzo 2012 en adelante es CONSORCIO ALIADOS) El proceso es igualmente aplicable de obtener rendimientos no acumulados que reflejaría mayormente la volatilidad sin embargo para los efectos es adecuado comparar los resultados en la búsqueda de identificar el mejor desempeño disponible sobre el manejo de los FP del SIACAP correspondiente a PROGRESO

## **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

## **CONCLUSIONES**

- 1 Para los adultos de la tercera edad resulta óptimo que en su etapa post laboral exista un fondo general de pensiones en la CSS unido a los programas de fondos de pensiones complementarios manejados en su mayoría por el sector privado. Es un sistema mixto de administración de pensiones con varios pilares (multipilar) que brinda opciones voluntarias para vivir mejor. La gestión de la iniciativa privada, a partir de cuentas de ahorro individuales dinamiza el manejo de los fondos sin embargo requiere del control regulatorio legislación y supervisión, que deben provenir del Estado. Igualmente este sistema multipilar se está complementando con programas que consideran la existencia de los bajos niveles de aportación niveles nulos de aportación (por ejemplo las transferencias como la de 100 a los 70 ) y los de la seguridad social.
  - 2 El CODA del SIACAP ha cumplido con su función desde el 2000 de seleccionar cada cinco años la ERP y las EAFP además de orientar y fiscalizar el buen funcionamiento del fondo que presenta fortalezas en los rendimientos del mercado igualmente solidez financiera, comprobable a partir de eventos difíciles como es el efecto de los CERPANES y la situación difícil en la economía internacional al no verse afectada de forma determinante la evolución del patrimonio del SIACAP.
- En la evaluación de la selección de las EAFP como responsabilidad del SIACAP se observa que las empresas escogidas poseen excelentes ratios financieros en su operación general y presentan grado de inversión propio o del grupo empresarial con base en sus características de integridad, buen

manejo de procesos y otras. Igualmente el servicio realizado por las empresas registradoras pagadoras escogidas en cada período refleja un manejo ordenado de los registros de afiliados y sus montos del pago correspondiente de beneficios al llegar a la edad o derecho respectivo y brinda accesibilidad via internet para consultas sobre patrimonio y situación de cada cuenta personal lo cual refleja el éxito alcanzado en la administración del sistema

- 3 La regulación efectiva ejercida por el SIACAP y la SMV se apoya, principalmente en la seleccion adecuada de las EAFP el seguimiento de los datos del fondo la coordinación entre reguladores y resto de componentes (BVP Latin Clear firma auditora, calificadoras de riesgo e incluso los cuentahabientes o afiliados a partir de la entrega de informes) así como en los requisitos obligatorios de administrar separadamente los fondos del SIACAP de los otros que maneje la empresa en garantizar un rendimiento minimo mensual del fondo y en los topes prudentes del porcentaje de inversión de los fondos segun sea el tipo

Los procesos de selección de empresas realizados por el CODA a partir de la Ley 8 exigen EAFP con experiencia en el manejo y administración de fondos sistemas informáticos adecuados prestigio reconocido sólida situación financiera, moral de directivos capacidad técnica y administrativa, personal profesional y respaldo de un grupo financiero fuerte como requisitos para esperar los mejores resultados operacionales

En el análisis de las características de las EAFP que manejan el SIACAP, se observó un seguimiento de resultados publicado regularmente, con información disponible de los estados financieros referidos a las principales entidades relacionadas con el SIACAP. Igualmente, las empresas registran muy buen comportamiento en sus variables de ingresos y gastos, como parte de la sustentación de su capacidad administrativa, para el buen manejo observable de los fondos del SIACAP. Favorece el desempeño de las EAFP, el estar ubicadas en una plaza como la panameña, por la existencia del dólar como moneda de libre circulación, del centro bancario internacional y del creciente mercado de valores; además realizan promociones en propaganda radial, impresa y otras, que promueven los planes de pensiones y cesantías en la población y empresas.

Existen limitaciones de poca fluidez en la publicación de datos de empresas cuando recién entran en la selección y pertenecen a bancos (casos como BBVA, HSBC y más recientemente Consorcio ALIADOS), o en el caso de la CSS, que no muestran adecuada ni comparablemente su desempeño, a diferencia de PROGRESO y PROFUTURO, que disponen de páginas Web o portales con información abierta, estadísticas y contactos para consultas sobre el tema.

4. De los componentes de la actividad financiera relacionados, la BVP, presenta una dirección responsable a nivel administrativo y posee un ágil sistema de negociaciones electrónicas, en el que se pueden realizar operaciones de forma transparente y segura. Existen gestiones para la realización de una alianza

entre los mercados de valores Centroamericanos que mejoraría el posicionamiento de bolsas regionales fortalecería la liquidez, potenciaría el crecimiento de la región y capturaría economías de escala, asociadas a la operación de una única plataforma regional

- 5 La legislación ha evolucionado de un marco inicial estrecho y cuidadoso hacia la apertura, con mayores controles experiencia y coordinación del mercado contemplando todos los componentes con mayor transparencia y conocimiento de su labor Las leyes más importantes son la N° 8 del SIACAP que presenta en detalle los principales componentes del proceso de administración y capitalización, reformada por la Ley 60 del 2010 y a nivel del sector financiero la Ley N 67 del 2011 sobre el mercado de valores que mejora la coordinación entre los entes financieros nacionales además de modernizar y fortalecer la supervisión en todo el mercado de valores El Título I de la Ley 67 establece el Sistema de Coordinación y Cooperación Interinstitucional que favorece la regulación del sector financiero a partir de un Consejo de Coordinación Financiera de entidades reguladoras del país con los objetivos de intercambiar información entre las partes coordinar políticas reguladoras integradas y homologar criterios de políticas Esto representa un avance en las operaciones del denominado Centro Financiero de Panamá, dada la ausencia de un Banco Central en el país que limita la coordinación y regulación financiera necesaria para minimizar riesgos y garantizar la eficiencia en el uso y cuidado de los recursos financieros propiedad de las personas naturales o jurídicas

**6 Para observar el desempeño de los resultados primeramente se observa un comportamiento creciente del numero de afiliados al SIACAP así como del patrimonio y los rendimientos alcanzados La fortaleza de la administración financiera fue probada con la existencia de sucesos difíciles como el de los CERPANES que afectaron el nivel de los fondos para el 2011 al descender por causa de la Ley 60 que provoco la redención de una parte de los CERPANES vencidos Igualmente se dio una situación critica en los mercados internacionales que afecto la menor cotización de bonos globales de la Republica de Panamá, por la inestabilidad de los mercados En este sentido para el 2012 se observa la recuperación que denota la superación del grave problema suscitado**

**7 La capitalización que realizan las EAFP al fondo del SIACAP presenta excelentes resultados porque los rendimientos comparados con otras alternativas son mayores Se vislumbra que habrá una mayor dinámica al lograr la consolidación regional de bolsas así como la promoción del mercado secundario que deben facilitar la capitalización y crecimiento de estos fondos de largo plazo**

**A partir de los portafolios de las EAFP se observo una diversificación basada predominantemente en instrumentos de renta fija (principalmente bonos emitidos por bancos y bonos notas y letras del tesoro por el estado) que es lógica para un mercado nuevo con varias empresas familiares y la realidad económica mundial actual sin embargo debe diversificarse más hacia rentas variables con grado de inversión**



- 8 Los Valores Cuota, a partir del llamado IVC principal elemento que denota la situación del fondista, muestran un comportamiento creciente que a diciembre de 2012 más que duplica (2 49) en 12 años los montos originales de julio de 2000 siendo un fuerte elemento sustentatorio y tranquilizante sobre el beneficio para el afiliado Incluso con la afectación dada en el 2011 por los efectos de salidas debidas a la redención de los CERPANES y la situación financiera internacional se observa en el IVC la recuperación de efectos y continuidad del sistema**
- 9 La fuerte actividad económica de inversión registrada en el país para años recientes y proyectada, es una oportunidad para fondos de largo plazo como los del SIACAP al igual que el poseer grado de inversión desde marzo de 2010 reconocido por 3 grandes calificadoras dada la resistencia de la economía panameña a la crisis financiera mundial Los rendimientos acumulados promedio desde el inicio en el 2007 son mayores a las tasas de interés bancario comparativas que contribuyen a la óptima asignación de recursos para financiar el desarrollo de infraestructuras y a su vez alejados del financiamiento externo**
- 10 Se puede confiar que en Panamá, los componentes que administran y regulan el SIACAP cumplen los objetivos de gestionar y capitalizar adecuadamente los fondos confiados de manera sostenible por la composición de mecanismos asociados con los controles organización entorno y dinámica necesarios por lo que no se vislumbra un sistema mejor aunque sí mejorable para asegurar la cobertura de los afiliados en su etapa de vejez**

6. Se deben asegurar los controles financieros y áudios independientes, para que todos los componentes del Sistema sean fiscalizados adecuada y sostenidamente, porque donde cae uno estrepitosamente, el resto se ve afectado de forma significativa. Incluso es conveniente la creación de una Superintendencia de Pensiones de Panamá.
7. Es conveniente que las EAFP incrementen las inversiones en valores de renta variable, con grado de inversión, por lo que es necesario el impulso del mercado secundario y la integración bursátil de la región centroamericana, que ya llevan avances parciales. El impulso del mercado secundario, dará profundidad y dinámica a los sectores financieros, a la vez que favorece la consideración de Panamá, como un verdadero centro financiero internacional. Igualmente, debe impulsarse una mayor inversión en títulos del extranjero debidamente calificados, que actualmente registran un peso muy bajo en el portafolio de inversiones del SIACAP.

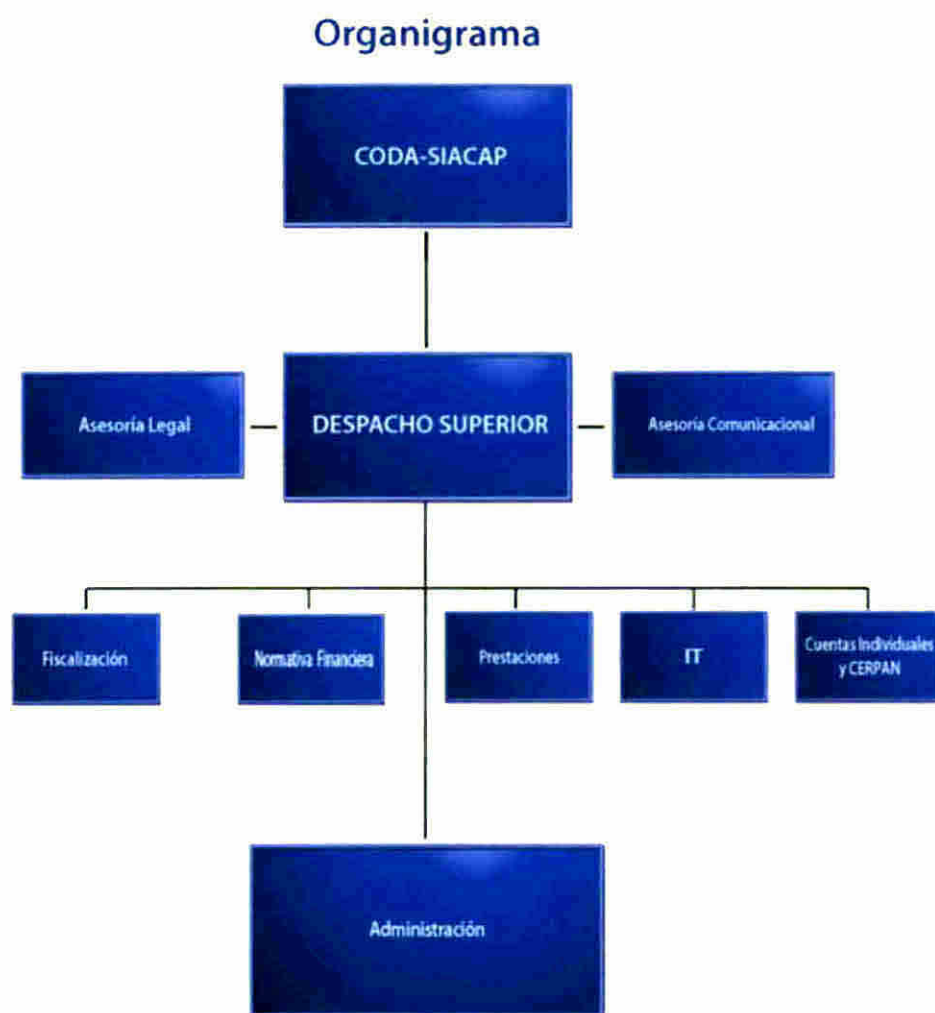
## **RECOMENDACIONES**

- 1 Lograr la implementación del Modelo de Supervisión Basada en Riesgos (MSBR) que cambiará el enfoque de gestión hacia uno de análisis y seguimiento de riesgos promoviendo mayor confianza, estabilidad dinamismo y resultados favorables a toda la actividad con una orientación integral y preventiva, aplicada por las EAFP y por el mismo SIACAP**
- 2 Llevar a un proceso de calificación de riesgos o normas ISO a la Administradora de Inversiones de la CSS para afianzar el seguimiento de su desempeño dado que es un componente permanente dentro del manejo de fondos del SIACAP sin embargo solo es regulada por el CODA y la auditoria independiente**
- 3 Para lograr un mayor beneficio de los cuentahabientes deben plantearse políticas de competencia, a partir de la reducción de las comisiones cobradas por las EAFP que permitan al afiliado buscar la que le brinde un mejor rendimiento por tener costos de comisiones más bajos**
- 4 La ERP y el CODA del SIACAP en cada dos periodos deben realizar una encuesta de opinión a los afiliados aprovechando todo el engranaje de distribución existente de los informes del estado de inversion a cada asociado para consultar temas como la satisfacción, inconformidades dudas y sugerencias que tengan sobre la administración y rendimiento de sus fondos**
- 5 Para el refuerzo de la confiabilidad del sistema, debe verificarse la llegada de documentos informativos confidenciales al afiliado a través de mecanismos de comunicación en la Internet que indiquen cuando no ha llegado el informe al afiliado en cada institución**

## **ANEXOS**

**ANEXO A**  
**INFORMACION DEL SIACAP**

## A.1. ORGANIGRAMA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL SIACAP



Fuente: SIACAP. <http://www.siacap.gob.pa/archivos/estructuraorganizativa.pdf>

**A.2. PATRIMONIO Y PORTAFOLIO DE INVERSIONES DEL SIACAP,  
SEGÚN TIPO DE INVERSIÓN, POR ENTIDAD ADMINISTRADORA  
DE INVERSIONES, AL 31 DE DICIEMBRE DE 2102**

<b>TIPO DE INVERSIÓN</b>	<b>PROGRESO</b>	<b>CONSORCIO ALIADOS</b>	<b>C.S.S.</b>	<b>TOTAL</b>	<b>% de Participación</b>
Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por el Estado	132,913,910.89	65,931,602.50	74,997,267.50	273,842,780.89	42.48
Instrumentos de crédito emitidos por Bancos	122,866,914.54	76,779,586.46	83,667,021.83	283,313,522.83	43.95
Instrumentos de crédito emitidos por personas jurídicas	33,030,591.01	29,224,557.20	12,874,293.54	75,129,441.75	11.65
Instrumentos de capital emitidos por personas jurídicas	-	-	-	-	0.00
Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por Estados extranjeros	-	-	-	-	0.00
Instrumentos de crédito emitidos o totalmente garantizados por Instituciones financieras multilaterales de crédito	7,713,970.00	-	-	7,713,970.00	1.20
<b>TOTAL DEL PORTAFOLIO</b>	<b>296,525,386.44</b>	<b>171,935,746.16</b>	<b>171,538,582.87</b>	<b>639,999,715.47</b>	<b>99.28</b>
INTERESES ACUMULADOS POR COBRAR	2,481,022.34	1,220,743.13	937,451.97	4,639,217.44	0.72
<b>TOTAL DEL PATRIMONIO</b>	<b>299,006,408.78</b>	<b>173,156,489.29</b>	<b>172,476,034.84</b>	<b>644,638,932.91</b>	<b>100.00</b>
				PROMEDIO	
<b>RENDIMIENTOS ACUMULADOS Desde julio del 2000</b>	<b>7.4743%</b>	<b>7.4467%</b>	<b>7.4857%</b>	<b>7.4699%</b>	<b>(a)</b>
<b>VALOR CUOTA</b>	<b>2.49187478</b>	<b>2.48378147</b>	<b>2.49521114</b>	<b>2.49058586</b>	<b>(b)</b>

NOTA: Esta publicación tiene el propósito de dar a conocer a los afiliados del SIACAP y al público en general cómo están invertidos los recursos del Sistema y sus rendimientos acumulados al 31 de diciembre 2012.

(a) Rendimiento acumulado promedio desde el inicio.

(b) Valor cuota del Fondo General del SIACAP.

FUENTE: Fiscalización Financiera-Secretaría Ejecutiva del Consejo de Administración (CODA) del SIACAP.

**ANEXO B**

**INFORMACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS**



**B.1. Estado de Situación Financiera de PROGRESO, Administradora Nacional de Inversiones, Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A., en la República de Panamá, al 31 de diciembre: años 2007-12**

Detalle	Monto en Balboas						Variación porcentual anual						Estructura porcentual					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Activos</b>																		
Efectivo, cuentas corrientes y de ahorro	114,709	358,053	682,151	623,652	584,883	818,664	-52.7	212.1	90.5	-8.6	-6.2	40.0	1.9	5.3	10.0	8.6	7.1	9.9
Depósitos a plazo fijo	4,865,000	2,643,000	2,700,000	2,800,000	2,100,000	1,200,000	15.8	-45.7	2.2	3.7	-25.0	-42.9	81.5	39.1	39.5	38.5	25.5	14.6
Total de efectivo y depósitos en bancos	<b>4,979,709</b>	<b>3,001,053</b>	<b>3,382,151</b>	<b>3,423,652</b>	<b>2,684,883</b>	<b>2,018,664</b>	<b>12.1</b>	<b>-39.7</b>	<b>12.7</b>	<b>1.2</b>	<b>-21.6</b>	<b>-24.8</b>	<b>83.4</b>	<b>44.4</b>	<b>49.5</b>	<b>47.1</b>	<b>32.6</b>	<b>24.5</b>
Valores disponibles para la venta		2,000,000	3,091,440	2,151,563	3,191,711	3,769,330			54.6	-30.4	48.3	18.1		29.6	45.3	29.6	38.8	45.8
Valores mantenidos hasta su vencimiento																		
Valores de inversión																		
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	859,552	141,703	131,290	1,492,580	1,474,717	1,482,553	-1.3	-83.5	-7.3	1,036.9	-1.2	0.5	14.4	2.1	1.9	20.5	17.9	18.0
Cuentas por cobrar otras		1,400,000												20.7				
Activos intangibles						950,000												
Otros activos	132,113	217,275	224,520	199,468	879,705	409,428	-49.9	64.5	3.3	-11.2	341.0	-53.5	2.2	3.2	3.3	2.7	10.7	5.0
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>6,971,374</b>	<b>6,760,031</b>	<b>6,829,401</b>	<b>7,267,263</b>	<b>8,231,016</b>	<b>8,629,975</b>	<b>3.7</b>	<b>13.2</b>	<b>1.0</b>	<b>6.4</b>	<b>13.3</b>	<b>4.8</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>104.8</b>
<b>Pasivos y Patrimonio</b>																		
<b>PASIVOS E INVERSIÓN DE LOS ACCIONISTAS</b>																		
<b>Pasivos</b>																		
Cuentas por pagar	123,842	180,992	149,456	293,939	560,462	89,678	37.0	46.1	-17.4	96.7	90.7	-84.0	2.1	2.7	2.2	4.0	6.8	1.1
Otros pasivos	94,580	140,757	165,118	169,059	297,766	433,402	42.3	48.8	17.3	2.4	76.1	45.6	1.6	2.1	2.4	2.3	3.6	5.3
<b>Total pasivos</b>	<b>218,422</b>	<b>321,749</b>	<b>314,574</b>	<b>462,998</b>	<b>858,228</b>	<b>523,080</b>	<b>39.3</b>	<b>47.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>47.2</b>	<b>85.4</b>	<b>-39.1</b>	<b>3.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.6</b>	<b>6.4</b>	<b>10.4</b>	<b>6.4</b>
<b>Patrimonio:</b>																		
Acciones comunes con valor nominal de B/. 1.00 cada una. Autorizadas, emitidas y en circulación: 5,000 acciones.	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	83.7	74.0	73.2	68.8	60.7	60.7
Deficit acumulado													0.0	0.0				
Cambios netos en valores disponibles para la venta													0.0	0.0				
Utilidades no distribuidas	752,952	1,438,282	1,514,679	1,803,305	2,353,688	3,052,267	25.4	91.0	5.3	19.1	30.5	29.7	12.6	21.3	22.2	24.8	28.6	37.1
Cambio neto en valores disponibles para la venta			148	960	19,100	54,628				548.6	1889.6	186.0			0.0	0.0	0.2	0.7
<b>Total de inversión (patrimonio) de los accionistas</b>	<b>5,752,952</b>	<b>6,438,282</b>	<b>6,514,827</b>	<b>6,804,265</b>	<b>7,372,788</b>	<b>8,106,895</b>	<b>2.7</b>	<b>11.9</b>	<b>1.2</b>	<b>4.4</b>	<b>8.4</b>	<b>10.0</b>	<b>96.3</b>	<b>95.2</b>	<b>95.4</b>	<b>93.6</b>	<b>89.6</b>	<b>98.5</b>
<b>TOTAL PASIVOS E INVERSIONES DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>6,005,374</b>	<b>6,760,031</b>	<b>6,829,401</b>	<b>7,267,263</b>	<b>8,231,016</b>	<b>8,629,975</b>	<b>3.7</b>	<b>13.2</b>	<b>1.0</b>	<b>6.4</b>	<b>13.3</b>	<b>4.8</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>104.8</b>

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

**B.2. Estado de Utilidades Integrales de PROGRESO, Administradora Nacional de Inversiones, Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A. en la República de Panamá, al 31 de diciembre: años 2007-12**

Descripción	Monto en Balboas						Variación porcentual						Estructura porcentual					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Ingresos</b>																		
<b>Comisiones ganadas e intereses</b>	<b>2,288,397</b>	<b>2,547,481</b>	<b>2,840,751</b>	<b>3,199,546</b>	<b>3,816,271</b>	<b>4,039,865</b>	<b>15.5</b>	<b>11.3</b>	<b>11.5</b>	<b>12.6</b>	<b>19.3</b>	<b>5.9</b>	<b>99.0</b>	<b>79.2</b>	<b>94.0</b>	<b>95.8</b>	<b>96.9</b>	<b>97.5</b>
Comisiones ganadas	2,032,377	2,310,561	2,676,335	3,019,760	3,604,900	3,806,528	14.0	13.7	15.8	12.8	19.4	5.6	87.9	71.8	88.6	90.4	91.5	91.9
Intereses ganados	256,020	236,920	164,416	179,786	211,371	233,337	28.4	-7.5	-30.6	9.3	17.6	10.4	11.1	7.4	5.4	5.4	5.4	5.6
<b>Otros ingresos</b>	<b>23,363</b>	<b>670,130</b>	<b>181,080</b>	<b>139,209</b>	<b>122,803</b>	<b>102,563</b>	<b>62.7</b>	<b>2768.3</b>	<b>-73.0</b>	<b>-23.1</b>	<b>-11.8</b>	<b>-16.5</b>	<b>1.0</b>	<b>20.8</b>	<b>6.0</b>	<b>4.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
Dividendos ganados	0	42,604	159,708	115,081	85,010	68,177			274.9	-27.9	-26.1	-19.8		1.3	5.3	3.4	2.2	1.6
Utilidad en venta de inmuebles y equipo	0	602,865												18.7				
Otros ingresos restantes	23,363	24,661	21,372	24,128	37,793	34,386		5.6	-13.3	12.9	56.6	-9.0	1.0	0.8	0.7	0.7	1.0	0.9
<b>Total de Ingresos</b>	<b>2,311,760</b>	<b>3,217,611</b>	<b>3,021,831</b>	<b>3,338,755</b>	<b>3,939,074</b>	<b>4,142,428</b>	<b>15.8</b>	<b>39.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>10.5</b>	<b>18.0</b>	<b>5.2</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Otros egresos:</b>																		
Pérdida no realizada en inversiones																		
Pérdida en venta de inversiones																		
<b>Total otros egresos</b>																		
<b>Gastos generales y administrativos</b>																		
1 Salarios y otras remuneraciones	444,599	587,147	668,969	757,926	779,696	839,381	9.2	32.1	13.9	13.3	2.9	7.7	33.1	36.7	38.0	42.5	38.7	40.5
2 Otros gastos de personal	112,993	163,106	187,877	192,331	203,808	238,975	125.8	44.4	15.2	2.4	6.0	17.3	8.4	10.2	10.7	10.8	10.1	11.5
3 Propaganda y promoción	122,045	96,816	152,016	120,261	149,831	107,934	15.2	-20.7	57.0	-20.9	24.6	-28.0	9.1	6.0	8.6	6.7	7.4	5.2
4 Depreciación y amortización	57,066	61,585	51,960	95,245	102,625	98,904	13.8	7.9	-15.6	83.3	7.7	-3.6	4.2	3.8	2.9	5.3	5.1	4.8
5 Gastos de transporte	28,631	71,408	78,903	86,262	87,517	106,296	16.5	149.4	10.5	9.3	1.5	21.5	2.1	4.5	4.5	4.8	4.3	5.1
6 Honorarios profesionales y legales	299,256	310,609	84,461	86,024	103,591	130,780	-3.6	3.8	-72.8	1.9	20.4	26.2	22.2	19.4	4.8	4.8	5.1	6.3
7 Impuestos varios	56,200	56,553	44,990	78,721	95,810	101,616	1.5	0.6	-20.4	75.0	21.7	6.1	4.2	3.5	2.6	4.4	4.8	4.9
8 Seguros	35,634	20,727	36,504	50,438	82,293	77,919	-32.9	-41.8	76.1	38.2	63.2	-5.3	2.6	1.3	2.1	2.8	4.1	3.8
9 Comunicaciones y correo	26,304	31,053	37,449	40,841	58,732	61,613	11.6	18.1	20.6	9.1	43.8	4.9	2.0	1.9	2.1	2.3	2.9	3.0
10 Reparación y mantenimiento	27,192	31,668	45,796	35,725	35,735	43,712	15.3	16.5	44.6	-22.0	0.0	22.3	2.0	2.0	2.6	2.0	1.8	2.1
11 Alquiler			214,200	35,700	-	-				-83.3			-	-	12.2	2.0	-	-
12 Papelería y útiles de oficina	27,091	41,562	27,827	29,136	34,512	33,974	22.5	53.4	-33.0	4.7	18.5	-1.6	2.0	2.6	1.6	1.6	1.7	1.6
13 Electricidad	18,459	25,358	24,677	26,735	26,634	28,814	2.0	37.4	-2.7	8.3	-0.4	8.2	1.4	1.6	1.4	1.5	1.3	1.4
14 Otros	89,617	103,710	106,048	150,022	254,862	202,953	26.9	15.7	2.3	41.5	69.9	-20.4	6.7	6.5	6.0	8.4	12.6	9.8
<b>Total de gastos generales y administrativos</b>	<b>1,345,087</b>	<b>1,601,302</b>	<b>1,761,677</b>	<b>1,785,367</b>	<b>2,015,646</b>	<b>2,072,871</b>	<b>10.7</b>	<b>19.0</b>	<b>10.0</b>	<b>1.3</b>	<b>12.9</b>	<b>2.8</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Utilidad antes del impuesto sobre la renta</b>	<b>966,673</b>	<b>1,616,309</b>	<b>1,260,154</b>	<b>1,553,388</b>	<b>1,923,428</b>	<b>2,069,557</b>	<b>23.7</b>	<b>67.2</b>	<b>-22.0</b>	<b>23.3</b>	<b>23.8</b>	<b>7.6</b>	<b>41.8</b>	<b>50.2</b>	<b>41.7</b>	<b>46.5</b>	<b>48.8</b>	<b>50.0</b>
Impuesto sobre la renta	214,028	230,979	254,277	357,463	398,380	412,996	16.8	7.9	10.1	40.6	11.4	3.7	9.3	7.2	8.4	10.7	10.1	10.0
<b>Utilidad neta</b>	<b>752,645</b>	<b>1,385,330</b>	<b>1,005,877</b>	<b>1,195,925</b>	<b>1,525,048</b>	<b>1,656,561</b>	<b>25.8</b>	<b>84.1</b>	<b>-27.4</b>	<b>18.9</b>	<b>27.5</b>	<b>8.6</b>	<b>32.6</b>	<b>43.1</b>	<b>33.3</b>	<b>35.8</b>	<b>38.7</b>	<b>40.0</b>

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores



**B.3. Estado de Situación Financiera Condensado del Fondo del SIACAP administrado por PROGRESO- Administradora Nacional de Inversiones,  
Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A. en la República de Panamá, al 31 de diciembre: años 2008-2012**

Activos	Montos en Balboas					Variaciones porcentuales			
	2008	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Depósitos en bancos	55,208,125	107,277,318	67,408,753	80,292,608	122,866,914	94.3	-37.2	19.1	53.0
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados	129,704,889	91,550,841	138,814,058	85,964,004	173,658,472	-29.4	51.6	-38.1	102.0
Intereses por cobrar	3,847,225	2,279,627	2,870,320	822,910	2,567,190	-40.7	25.9	-71.3	212.0
<b>Total de activos</b>	<b>188,760,239</b>	<b>201,107,786</b>	<b>209,093,131</b>	<b>167,079,522</b>	<b>299,092,576</b>	<b>6.5</b>	<b>4.0</b>	<b>-20.1</b>	<b>79.0</b>
<b><u>Pasivos y fondos de fideicomisarios</u></b>									
<b>Pasivos</b>									
Comisiones y cuentas por pagar	22,435	70,954	79,235	320,623	86,168	216.3	11.7	304.6	-73.1
<b>Total de pasivos</b>	<b>22,435</b>	<b>70,954</b>	<b>79,235</b>	<b>320,623</b>	<b>86,168</b>	<b>216.3</b>	<b>11.7</b>	<b>304.6</b>	<b>-73.1</b>
<b>Fondos de fideicomisarios</b>									
Aportes de fideicomitentes	155,407,276	149,869,876	143,536,200	85,109,279	287,836,479	-3.6	-4.2	-40.7	238.2
Rendimientos acumulados	33,330,528	51,166,956	65,477,696	81,649,621	11,169,929	53.5	28.0	24.7	-86.3
<b>Total de fondos de fideicomisarios</b>	<b>188,737,804</b>	<b>201,036,832</b>	<b>209,013,896</b>	<b>166,758,900</b>	<b>299,006,408</b>	<b>6.5</b>	<b>4.0</b>	<b>-20.2</b>	<b>79.3</b>
<b>Total de pasivos y fondos de fideicomisarios</b>	<b>188,760,239</b>	<b>201,107,786</b>	<b>209,093,131</b>	<b>167,079,523</b>	<b>299,092,576</b>	<b>6.5</b>	<b>4.0</b>	<b>-20.1</b>	<b>79.0</b>

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

**B.4. Estimación de las Razones Financieras de Progreso, Administradora Nacional de Inversiones, Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A.  
en la República de Panamá: años 2007-12**

Análisis	Razones	Detalle	Fórmulas	Razones Financieras					
				2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 SOLVENCIA CORT PLAZO	PRUEBA ACIDA	ACTIV CIRC / PAS CIRC (Efectivo y Bancos / Cuentas por pagar	RA = AC/PC						
2 SOLVENCIA CORT PLAZO	CAPITAL DE TRAB SOBRE ACTIVOS	CAPITAL de Trab neto entre Activos Totales	KT = (AC-PC)/AT	0.93	1.98	4.56	2.12	1.04	9.13
3 APALANCAMIENTO	RAZONON DE ENDEUDAM	DEUDA TOTAL / ACTIVO TOTAL	RE = PT / AT	-0.002	0.026	0.078	0.045	0.003	0.084
4 SOLVENCIA CORT PLAZO	ENDEUDAM SOBR CAPITAL CONTABLE	PASIVO TOTAL / CAPITAL CONTABLE		0.037	0.048	0.05	0.06	0.10	0.06
5 SOLVENCIA LARGO PLAZO	RAZON CALID DEUDA	RCD	ESPA = PT/ PA RCD= PC / PT	0.038	0.050	0.048	0.068	0.116	0.065
6 ACTIVIDAD	ROTAC TOT ACTIVOS	RTA	RTA = V / AT	0.567	0.563	0.475	0.635	0.653	0.171
7 ROTACION DE ACTIVOS	ROTAC ACTIV FIJOS	ROAF	ROAF= V / AF	0.340	0.342	0.39	0.42	0.44	0.44
8 RENTABILIDAD	MARGEN DE UTILIDAD	MU	MU = UN / V	2.36	16.31	20.38	2.02	2.44	2.57
9 RENTABILIDAD	RENDIM SOBRE ACTIVOS	RENDIM / INVERSION (ROA)	ROA = UN / AT	0.370	0.600	0.38	0.40	0.42	0.44
10 RENTABILIDAD	RENDIM SOBRE CAPITAL	ROE	ROE = UN / K	0.126	0.205	0.15	0.16	0.19	0.19
				0.15	0.28	0.20	0.24	0.31	0.33

Detalle	Montos en Balboas					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 ACTIVO TOTAL	5,971,374	6,760,031	6,829,401	7,267,263	8,231,016	8,629,975
2 ACTIVO CIRCULANTE (Efect + Banco)	114,709	358,053	682,151	623,652	584,883	818,664
3 PASIVO TOTAL	218,422	321,749	314,574	462,998	858,228	523,080
4 Cuentas por pagar (pasivo circulante)	123,842	180,992	149,456	293,939	560,462	89,678
5 PATRIM (CAPITAL CONTABLE (AT-PT))=Tot Invers Patr Acc	5,752,952	6,438,282	6,514,827	6,804,265	7,372,788	8,106,895
6 VENTAS	2,032,377	2,310,561	2,676,335	3,019,760	3,604,900	3,806,528
7 UTIL NETA DESP IMPTOS	752,645	1,385,330	1,005,877	1,195,925	1,525,048	1,656,561
8 CAPITAL DE LOS ACCIONISTAS	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
9 ACT FIJO	859,552	141,703	131,290	1,492,580	1,474,717	1,482,553

Detalle	Variaciones porcentuales					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 ACTIVO TOTAL	3.7	13.2	1.0	6.4	13.3	4.8
2 ACTIVO CIRCULANTE (Efect + Banco)	(52.7)	212.1	90.5	(8.6)	(6.2)	40.0
3 PASIVO TOTAL	39.3	47.3	(2.2)	47.2	85.4	(39.1)
4 Cuentas por pagar (pasivo circulante)	37.0	46.1	(17.4)	96.7	90.7	(84.0)
5 PATRIM (CAPITAL CONTABLE (AT-PT))=Tot Invers Patr Acc	2.7	11.9	1.2	4.4	8.4	10.0
6 VENTAS	14.0	13.7	15.8	12.8	19.4	5.6
7 UTIL NETA DESP IMPTOS	25.8	84.1	(27.4)	18.9	27.5	8.6
8 CAPITAL DE LOS ACCIONISTAS	-	-	-	-	-	-
9 ACT FIJO	(1.3)	(83.5)	(7.3)	1,036.9	(1.2)	0.5

Clave
AC= ACTIVO CIRCULANTE
PC = PASIVO CIRCULANTE
AT = ACTIVO TOTAL
PT = PASIVO TOTAL = DEUDA TOTAL
V = VENTAS
AF = ACTIVO FIJO
UN = UTILIDAD NETA DESP IMPTOS

Fuente: elaboración del autor.



**B.5. Estado de Situación Financiera de PROFUTURO, Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, en la República de Panamá, al 31 de diciembre: años 2007-12**

Detalles	Monto en Balboas						Variación porcentual anual						Composición porcentual anual					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Activos</b>																		
Efectivo en bancos	1,067,524	453,444	1,744,161	2,164,695	5,072,321	6,136,746	-70.6	-57.5	284.6	24.1	134.3	21.0	14.0	5.8	21.9	26.5	61.0	65.2
Inversiones en valores	3,405,478	3,558,506	2,590,904	2,147,328	-	-	53.6	4.5	-27.2	-17.1	-	-	44.7	45.7	32.5	26.2	-	-
Cuentas por cobrar, neta	292,718	696,346	539,308	424,515	304,259	357,454	-26.3	137.9	-22.6	-21.3	-	17.5	3.8	8.9	6.8	5.2	-	-
Intereses acumulados por cobrar	21,123	115,808	394,320	550,302	15,374	39,345	-52.4	448.3	240.5	39.6	-97.2	155.9	0.3	1.5	4.9	6.7	0.2	0.4
Equipo, mobiliario y mejoras a la propiedad arrendada, neto	1,542,770	1,684,704	1,506,410	1,357,468	1,696,859	1,638,439	-4.3	9.2	-10.6	-9.9	25.0	-3.4	20.2	21.6	18.9	16.6	20.4	17.4
Plusvalía, neto	861,615	861,615	861,615	861,615	861,615	861,615	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.3	11.1	10.8	10.5	10.4	9.2
Depósitos en garantía y otros activos	432,872	419,348	340,014	674,791	367,124	381,655	164.0	-3.1	-18.9	98.5	-45.6	4.0	5.7	5.4	4.3	8.2	4.4	4.1
<b>Total Activos</b>	<b>7,624,100</b>	<b>7,789,771</b>	<b>7,976,732</b>	<b>8,180,714</b>	<b>8,317,552</b>	<b>9,415,254</b>	<b>-14.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>13.2</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Pasivo y Patrimonio de los Accionistas</b>																		
<b>Pasivo</b>																		
Prestamos por pagar	1,030,000	910,000	790,000	670,000	-	-	-10.4	-11.7	-13.2	-15.2	-	-	13.5	11.7	9.9	8.2	-	-
Intereses acumulados por pagar	5,418	3,640	3,292	2,792	-	-	28.1	-32.8	-9.6	-15.2	-	-	0.1	0.0	0.0	0.0	-	-
Cuentas por pagar	198,910	182,071	228,955	574,987	1,078,619	245,101	-9.8	-8.5	25.8	151.1	87.6	-77.3	2.6	2.3	2.9	7.0	13.0	2.6
Impuesto diferido o por pagar	327,951	307,663	307,663	-	-	-	32.2	-6.2	-	-	-	-	4.3	3.9	3.9	-	-	-
Valores vendidos bajo acuerdos de recompra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reservas para prestaciones laborales	75,543	-	-	-	-	-	-30.2	-	-	-	-	-	1.0	-	-	-	-	-
Otros pasivos	121,126	375,118	277,444	187,523	301,585	389,954	-7.6	209.7	-26.0	-32.4	60.8	29.3	1.6	4.8	3.5	2.3	3.6	4.1
<b>Total de pasivo</b>	<b>1,758,948</b>	<b>1,778,492</b>	<b>1,607,354</b>	<b>1,435,302</b>	<b>1,380,204</b>	<b>635,055</b>	<b>-40.4</b>	<b>1.1</b>	<b>-9.6</b>	<b>-10.7</b>	<b>-3.8</b>	<b>-54.0</b>	<b>23.1</b>	<b>22.8</b>	<b>20.2</b>	<b>17.5</b>	<b>16.6</b>	<b>6.7</b>
<b>Patrimonio de los accionistas:</b>																		
Acciones comunes sin valor nominal. Autorizadas, emitidas y en circulación	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	65.6	64.2	62.7	61.1	60.1	53.1
Reserva de capital	-	11,027	2,462	-	-	-	-	-	-77.7	-	-	-	-	0.1	-	-	-	-
Utilidades no distribuidas	950,406	1,000,252	1,366,916	1,745,412	1,937,348	3,780,199	1.7	5.2	36.7	27.7	11.0	95.1	12.5	12.8	17.1	21.3	23.3	40.1
Ganancia no realizada en inversiones	-85,254	-	-	-	-	-	-360.0	-	-	-	-	-	-1.1	-	-	-	-	-
<b>Total del patrimonio de los accionistas</b>	<b>5,865,152</b>	<b>6,011,279</b>	<b>6,369,378</b>	<b>6,745,412</b>	<b>6,937,348</b>	<b>8,780,199</b>	<b>-1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>6.0</b>	<b>5.9</b>	<b>2.8</b>	<b>26.6</b>	<b>76.9</b>	<b>77.2</b>	<b>79.8</b>	<b>82.5</b>	<b>83.4</b>	<b>93.3</b>
<b>Total del pasivo y patrimonio de los accionistas</b>	<b>7,624,100</b>	<b>7,789,771</b>	<b>7,976,732</b>	<b>8,180,714</b>	<b>8,317,552</b>	<b>9,415,254</b>	<b>-14.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>13.2</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores.

**B.6. Estado de Resultados de PROFUTURO, Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, en la República de Panamá, al 31 de diciembre: años 2007-12**

DETALLES	Montos en Balboas						Variación porcentual anual						Composición porcentual					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Ingresos de operaciones:</b>																		
Comisiones por administración de fondos	3,692,370	4,277,018	4,667,392	5,268,789	5,997,316	6,810,973	17.4	15.8	9.1	12.9	13.8	13.6	90.8	91.3	89.2	93.3	92.3	95.2
Intereses ganados	251,186	331,710	420,162	309,698	133,975	188,709	-21.0	32.1	26.7	-26.3	-56.7	40.9	6.2	7.1	8.0	5.5	2.1	2.6
Ganancia no realizada en inversiones	74,625		44,947	12,966	262,846	-	84.9			-71.2	1927.2	-100.0	1.8		0.9	0.2	4.0	0.0
Ganancia (pérdida) neta realizada en inversiones		6,290												0.1				0.0
Dividendos	648	532					-54.8	-17.9					0.0	0.0				0.0
Otros ingresos	46,476	69,036	101,638	58,106	104,260	153,745	16.3	48.5	47.2	-42.8	79.4	47.5	1.1	1.5	1.9	1.0	1.6	2.1
<b>Total de ingresos de operaciones</b>	<b>4,065,305</b>	<b>4,684,586</b>	<b>5,234,139</b>	<b>5,649,559</b>	<b>6,498,397</b>	<b>7,153,427</b>	<b>14.7</b>	<b>15.2</b>	<b>11.7</b>	<b>7.9</b>	<b>15.0</b>	<b>10.1</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
Pérdida por deterioro en inversiones		278,000																
Provisión para pérdidas en cuentas por cobrar	6,199	6,035					-62.8	-2.6										
<b>Ingreso neto después de provisión</b>	<b>4,059,106</b>	<b>4,400,551</b>					<b>15.1</b>	<b>8.4</b>										
<b>Gastos de operaciones:</b>																		
Salarios y prestaciones laborales	1,861,332	2,122,846	2,414,233	2,622,447	2,666,129	2,921,092	22.7	14.0	13.7	8.6	1.7	9.6	59.8	61.0	63.2	64.2	64.3	64.6
Promoción y publicidad	206,111	328,655	250,730	270,835	244,530	325,740	-17.9	59.5	-23.7	8.0	-9.7	33.2	6.6	9.4	6.6	6.6	5.9	7.2
Papelería y útiles de oficina	72,478	55,539	57,583	46,955	121,413	76,882	26.4	-23.4	3.7	-18.5	158.6	-36.7	2.3	1.6	1.5	1.1	2.9	1.7
Alquiler	34,913	59,299	62,052	65,358	72,489	80,193	-4.3	69.8	4.6	5.3	10.9	10.6	1.1	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8
Depreciación y amortización	188,533	219,412	240,057	220,858	218,166	210,730	15.3	16.4	9.4	-8.0	-1.2	-3.4	6.1	6.3	6.3	5.4	5.3	4.7
Amortización de plusvalía																		
Electricidad y comunicaciones	87,587	100,003	94,266	108,181	106,316	155,757	19.0	14.2	-5.7	14.8	-1.7	46.5	2.8	2.9	2.5	2.6	2.6	3.4
Impuestos	60,898	64,437	61,796	79,700	80,582	92,034	12.1	5.8	-4.1	29.0	1.1	14.2	2.0	1.9	1.6	2.0	1.9	2.0
Honorarios profesionales	230,928	215,767	295,302	371,094	360,061	422,914	35.8	-6.6	36.9	25.7	-3.0	17.5	7.4	6.2	7.7	9.1	8.7	9.4
Intereses pagados	96,697	64,858	57,485	48,738	35,268	1,425	-1.2	-32.9	-11.4	-15.2	-27.6	-96.0	3.1	1.9	1.5	1.2	0.9	0.0
Otros	273,510	248,192	285,100	249,070	238,336	233,634	34.6	-9.3	14.9	-12.6	-4.3	-2.0	8.8	7.1	7.5	6.1	5.8	5.2
<b>Total de gastos de operaciones</b>	<b>3,112,987</b>	<b>3,479,008</b>	<b>3,818,604</b>	<b>4,083,236</b>	<b>4,143,290</b>	<b>4,520,401</b>	<b>18.6</b>	<b>11.8</b>	<b>9.8</b>	<b>6.9</b>	<b>1.5</b>	<b>9.1</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Utilidad antes de impuesto sobre la renta</b>	<b>946,119</b>	<b>921,543</b>	<b>1,415,535</b>	<b>1,566,323</b>	<b>2,355,107</b>	<b>2,633,026</b>	<b>4.8</b>	<b>-2.6</b>	<b>53.6</b>	<b>10.7</b>	<b>50.4</b>	<b>11.8</b>	<b>23.3</b>	<b>19.7</b>	<b>27.0</b>	<b>27.7</b>	<b>36.2</b>	<b>36.8</b>
Total de impuesto sobre la renta	212,926	256,540	287,592	68,451	667,759	730,407	15.0	20.5	12.1	-76.2	875.5	9.4	5.2	5.5	5.5	1.2	10.3	10.2
<b>Utilidad neta</b>	<b>733,193</b>	<b>665,003</b>	<b>1,127,943</b>	<b>1,497,872</b>	<b>1,687,348</b>	<b>1,902,619</b>	<b>2.1</b>	<b>-9.3</b>	<b>69.6</b>	<b>32.8</b>	<b>12.6</b>	<b>12.8</b>	<b>18.0</b>	<b>14.2</b>	<b>21.5</b>	<b>26.5</b>	<b>26.0</b>	<b>26.6</b>

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores.



**B.7. Estimación de las Razones Financieras de Profuturo, Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A., en la República de Panamá: años 2007-12**

Análisis	Razones	Detalle	Fórmulas	Razones Financieras					
				2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 SOLVENCIA CORTO PLAZO	PRUEBA ACIDA	ACTIVO CIRCULANTE / PASIVO CIRCULANTE (Efectivo y Bancos / Cuentas por pagar)	$RA = AC/PC$	5.37	2.49	7.62	3.76	4.70	25.04
2 SOLVENCIA CORTO PLAZO	CAPITAL DE TRABAJO SOBRE ACTIVOS	AP de Trab net entre Activ Tot	$KT = (AC-PC)/AT$	0.11	0.03	0.19	0.19	0.48	0.63
3 APALANCAMIENTO	RAZON ENDEUDAMIENTO	DEUD TOT / ACT TOT	$RE = PT / AT$	0.23	0.23	0.20	0.18	0.17	0.07
4 SOLVENCIA LARGO PLAZO	ENDEUDAM SOBRE PATRIMONIO	PASIVO TOTAL / PATRIMONIO NETO	$ESPA = (PT*100)/ PA$	29.99	29.59	25.24	21.28	19.90	7.23
5 SOLVENCIA LARGO PLAZO	RAZON CALIDAD DEUDA	RCD	$RCD= PC / PT$	0.11	0.10	0.14	0.40	0.78	0.39
6 ACTIVIDAD	ROTAC TOT ACTIVOS	RTA	$RTA = V / AT$	0.48	0.55	0.59	0.64	0.72	0.72
7 ROTACION DE ACTIVOS	ROTAC ACTIV FIJOS	ROAF	$ROAF= V / AF$	2.39	2.54	3.10	3.88	3.53	4.16
8	MARGEN DE UTILIDAD	MU	$MU = UN / V$	0.20	0.16	0.24	0.28	0.28	0.28
9 RENTABILIDAD	RENDIM SOBRE ACTIV	RENDIM SOBRE INVERS (ROA)	$ROA = UN / AT$	0.10	0.09	0.14	0.18	0.20	0.20
10	RENDIM SOBRE CAPITAL	ROE	$ROE = UN / K$	0.15	0.13	0.23	0.30	0.34	0.38

Datos	Razones Financieras					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 ACTIVO TOTAL	7,624,100	7,789,771	7,976,732	8,180,714	8,317,552	9,415,254
2 ACTIVO CIRCULANTE (Efect +	1,067,524	453,444	1,744,161	2,164,695	5,072,321	6,136,746
3 PASIVO TOTAL	1,758,948	1,778,492	1,607,354	1,435,302	1,380,204	635,055
4 Cuentas por pagar (pasivo circulante)	198,910	182,071	228,955	574,987	1,078,619	245,101
5 CAPITAL CONTABLE	5,865,152	6,011,279	6,369,378	6,745,412	6,937,348	8,780,199
6 VENTAS	3,692,370	4,277,018	4,667,392	5,268,789	5,997,316	6,810,973
7 UTIL NETA DESP IMPTOS	733,193	665,003	1,127,943	1,497,872	1,687,348	1,902,619
8 CAPITAL DE LOS ACCIONISTAS	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
9 ACT FIJO	1,542,770	1,684,704	1,506,410	1,357,468	1,696,859	1,638,439

Datos	Variaciones porcentuales					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 ACTIVO TOTAL	-14.5	2.2	2.4	2.6	1.7	13.2
2 ACTIVO CIRCULANTE (Efect + Banco)	-70.6	-57.5	284.6	24.1	134.3	21.0
3 PASIVO TOTAL	-40.4	1.1	-9.6	-10.7	-3.8	-54.0
4 Cuentas por pagar (pasivo circulante)	-9.8	-8.5	25.8	151.1	87.6	-77.3
5 CAPITAL CONTABLE	-1.7	2.5	6.0	5.9	2.8	26.6
6 VENTAS	17.4	15.8	9.1	12.9	13.8	13.6
7 UTIL NETA DESP IMPTOS	2.1	-9.3	69.6	32.8	12.6	12.8
8 CAPITAL DE LOS ACCIONISTAS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9 ACT FIJO	-4.3	9.2	-10.6	-9.9	25.0	-3.4

<b>Clave</b>	
AC=	ACTIVO CIRCULANTE
PC=	PASIVO CIRCULANTE
AT=	ACTIVO TOTAL
PT=	PASIVO TOTAL
V=	VENTAS
AF=	ACTIVO FIJO
UN=	UTILIDAD NETA DESP IMPTOS

Fuente: elaboración del autor.

**ANEXO C**  
**INFORMACIÓN ESTADISTICA**



**C.1. PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR EN LA REPÚBLICA, SEGÚN CATEGORÍA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, A PRECIOS DE 1996: AÑOS 2007-12**

Categoría de actividad económica	Descripción	Producto interno bruto a precios de comprador (en millones de balboas)					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012 (P)
A	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura.....	688.8	719.5	646.5	663.3	702.8	730.3
B	Pesca.....	356.2	412.1	397.0	232.3	181.5	186.0
C	Explotación de minas y canteras.....	197.8	259.0	270.8	290.7	344.7	443.9
D	Industrias manufactureras.....	1,126.7	1,170.9	1,163.9	1,176.7	1,215.1	1,258.3
E	Suministro de electricidad, gas y agua.....	484.3	502.9	540.5	575.2	606.0	702.6
F	Construcción.....	819.3	1,075.0	1,124.7	1,205.9	1,437.4	1,859.1
G	Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores, motocicletas, efectos personales y enseres domésticos.....	2,517.7	2,695.2	2,737.5	3,009.5	3,428.9	3,706.7
H	Hoteles y restaurantes.....	494.9	535.9	549.7	607.0	720.5	778.2
I	Transporte, almacenamiento y comunicaciones.....	3,417.5	3,945.8	4,269.0	4,890.1	5,545.7	6,149.7
J	Intermediación financiera.....	1,414.7	1,614.6	1,661.4	1,754.6	1,919.5	2,129.2
K	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler...	1,039.8	1,076.7	1,050.8	1,108.4	1,179.1	1,332.4
M	Enseñanza privada.....	113.4	121.8	135.6	143.5	150.4	156.8
N	Actividades de servicios sociales y de salud privada.....	155.6	163.9	171.9	188.6	196.1	207.8
O	Otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios.....	513.1	548.3	575.5	609.1	670.4	731.0
..	Menos: Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI), asignados al consumo interno.....	379.8	403.9	430.5	446.7	470.3	502.7
<b>Subtotal Producción de mercado (P.11) (1).....</b>		<b>12,960.0</b>	<b>14,437.7</b>	<b>14,864.3</b>	<b>16,008.2</b>	<b>17,827.8</b>	<b>19,869.3</b>
F	Construcción.....	37.9	45.3	45.7	46.4	51.7	63.0
K	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler...	1,568.0	1,718.9	1,896.9	2,042.5	2,186.4	2,328.4
P	Hogares privados con servicio doméstico.....	112.6	114.7	113.8	115.5	122.8	125.8
<b>Subtotal Producción para uso final propio (P.12)...</b>		<b>1,718.5</b>	<b>1,878.9</b>	<b>2,056.4</b>	<b>2,204.4</b>	<b>2,360.9</b>	<b>2,517.2</b>
<b>Otra producción no de mercado (P.13) (2).....</b>		<b>1,272.7</b>	<b>1,321.0</b>	<b>1,353.5</b>	<b>1,393.4</b>	<b>1,468.7</b>	<b>1,549.5</b>
<b>Valor Agregado Bruto, en valores básicos.....</b>		<b>15,951.2</b>	<b>17,637.6</b>	<b>18,274.2</b>	<b>19,606.0</b>	<b>21,657.4</b>	<b>23,936.0</b>
..	Más: Derechos de importación.....	349.4	365.0	346.2	395.4	428.4	469.2
..	Más: Impuesto a la transferencia de bienes muebles.....	302.4	330.3	356.6	442.8	543.8	613.8
..	Más: Otros impuestos sobre los productos.....	639.5	650.0	672.2	732.9	812.5	928.9
..	Menos: Subvenciones a los productos.....	158.1	170.0	110.8	182.7	167.6	160.8
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR.....</b>		<b>17,084.4</b>	<b>18,812.9</b>	<b>19,538.4</b>	<b>20,994.4</b>	<b>23,274.5</b>	<b>25,787.1</b>

(1) La categoría de actividad económica "O", componente de este subtotal, incluye los valores agregados pertenecientes a Otra producción no de mercado (P.13), correspondientes a Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, los cuales no se pueden separar.

(2) Corresponde al Gobierno General e incluye los valores agregados pertenecientes a las categorías económicas L, M, N y O de la CIIU.

.. Dato no aplicable al grupo o categoría.

(P) Cifras preliminares.

(E) Cifras estimadas.

Fuente: Contraloría General de la República, Instituto Nacional de Estadística y Censo, INEC.



**C.2. PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR EN LA REPÚBLICA, SEGÚN  
RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, A PRECIOS CORRIENTES: AÑOS 2007-12**

Código según CINU	Descripción	Producto interno bruto a precios de comprador (en millones de balboas)					
		2007	2008	2009	2010	2011 (R)	2012 (P)
	INDUSTRIAS						
A	AGRICULTURA, GANADERÍA, CAZA Y SILVICULTURA.....	829.0	880.6	859.3	873.4	927.1	1,101.7
0111	Cultivo de cereales y otros cultivos, n.c.p.....	107.6	123.8	127.2	125.6	146.1	148.3
0112	Cultivo de hortalizas y legumbres, especialidades hortícolas y productos de viveros.....	75.9	85.5	86.9	77.9	85.4	92.7
	Productos hortícolas y viveros.....	69.2	78.1	79.1	68.8	75.2	81.0
	Floricultura.....	6.7	7.4	7.8	9.1	10.2	11.7
0113	Cultivo de frutas, nueces, plantas que se utilizan para preparar bebidas; y especias.....	279.8	269.4	241.3	204.2	215.3	263.1
	Banano.....	87.8	64.8	42.2	37.8	47.7	50.9
	Café.....	30.0	30.6	30.7	36.3	30.6	18.2
	Frutas diversas.....	162.0	174.0	168.4	130.1	137.0	194.0
0121	Cría de ganado vacuno, bovino, caprino y caballar; cría de ganado lechero.....	119.6	140.4	133.3	158.9	159.2	209.2
	Ganado vacuno de ceba.....	86.6	103.4	87.7	95.9	112.6	122.2
	Ganado lechero.....	31.0	35.4	43.3	61.0	44.5	85.0
	Ganado caballar.....	2.0	1.6	2.3	2.0	2.1	2.0
0123	Cría de cerdos.....	42.9	48.7	44.9	39.8	40.0	47.1
0124	Cría de aves de corral y obtención de sub-productos.....	130.6	130.3	139.5	163.5	171.2	228.1
0140	Actividades de servicio agropecuario, excepto las actividades veterinarias.....	33.9	41.5	44.1	56.6	65.3	63.9
0200	Silvicultura, extracción de madera y actividades de servicio conexas.....	38.7	41.0	42.1	46.9	44.6	49.3
B	PESCA.....	269.2	286.0	252.9	170.4	161.5	166.1
0501	Pesca.....	243.8	266.9	234.8	154.5	134.9	136.0
0502	Explotación de criaderos de peces y granjas piscícolas; actividades de servicio relacionadas con la pesca.....	25.4	19.1	18.1	15.9	16.6	30.1
C	EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS.....	235.0	327.4	352.6	384.9	472.2	639.8
D	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS.....	1,225.8	1,417.1	1,414.8	1,430.1	1,528.6	1,669.8
E	SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA.....	518.8	600.0	605.8	624.5	710.7	774.0
F	CONSTRUCCIÓN.....	1,026.6	1,424.4	1,545.5	1,701.0	2,108.8	2,822.7
G	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES, MOTOCICLETAS, EFECTOS PERSONALES Y ENSERES DOMÉSTICOS.....	2,906.4	3,419.6	3,507.1	3,980.8	5,016.1	5,736.9
5100	Comercio al por mayor y en comisión.....	610.8	757.8	698.6	840.8	1,117.0	1,281.2
5200	Comercio al por menor; reparación de efectos personales y enseres domésticos.....	767.5	945.4	968.4	1,097.6	1,274.1	1,581.3
5300	Comercio al por mayor en Zonas Francas.....	1,528.1	1,716.4	1,840.1	2,042.4	2,625.0	2,874.4
H	HOTELES Y RESTAURANTES.....	523.8	646.6	666.1	774.6	929.7	1,087.4
5510	Hoteles; campamentos y otros tipos de hospedajes temporales.....	188.5	251.0	221.7	248.8	337.0	396.8
5520	Restaurantes, bares y cantinas.....	335.3	395.6	444.4	525.8	592.7	690.6
I	TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES.....	3,386.1	3,996.9	4,093.9	4,742.1	5,616.7	6,280.1
6010, 6030	Transporte por vía férrea y por tuberías.....	37.2	53.0	57.4	78.4	94.9	137.8
6021, 6022	Otros tipos de transporte regular de pasajeros por vía terrestre.....	193.3	241.6	255.7	294.1	372.1	439.1
6023	Transporte de carga por carretera.....	446.3	570.1	535.3	710.5	952.0	1,127.9
6024, 6025	Transporte de carga por vía terrestre en Zonas Francas y						

**C.2. PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR EN LA REPÚBLICA, SEGÚN  
RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, A PRECIOS CORRIENTES: AÑOS 2007-12**

Código según CINU	Descripción	Producto interno bruto a precios de comprador (en millones de balboas)					
		2007	2008	2009	2010	2011 (R)	2012 (P)
	otras actividades complementarias de transporte.....	88.8	112.7	123.5	146.0	171.6	197.3
6110	Transporte marítimo y de cabotaje.....	7.0	8.3	8.8	13.9	16.6	19.0
6130	Otras actividades complementarias de transporte por vía acuática.....	296.2	336.9	309.5	381.5	440.6	489.0
6131	Canal de Panamá.....	1,196.7	1,477.8	1,465.2	1,503.2	1,788.8	1,844.3
6210	Transporte regular por vía aérea.....	437.7	370.1	532.9	619.1	610.7	731.9
6301, 6302 6303, 6309	Actividades de agencias de viajes, organizadores de excursiones, guías turísticas y actividades de otras agencias de transporte de almacenamiento, depósito y manipulación de carga.....	177.8	225.6	206.0	260.9	328.4	388.8
6304, 6305 6306, 6307	Actividades de almacenamiento, depósito y manipulación de carga y de agencias de transporte, viajes y otras de excursiones y guías turísticos, realizadas en Zonas Francas.....	20.9	24.7	24.4	27.8	35.9	39.3
6410	Actividades postales y de correo.....	8.3	10.7	10.1	10.8	10.5	11.4
6420	Telecomunicaciones.....	475.9	565.4	565.1	695.9	794.6	854.3
<b>J</b>	<b>INTERMEDIACIÓN FINANCIERA.....</b>	<b>1,663.3</b>	<b>1,962.0</b>	<b>2,037.6</b>	<b>2,115.2</b>	<b>2,423.5</b>	<b>2,778.9</b>
6519	Otros tipos de intermediación monetaria.....	1,350.6	1,604.0	1,624.0	1,673.4	1,911.1	2,200.7
	Banca Total.....	1,334.0	1,588.1	1,608.1	1,653.0	1,893.4	2,183.0
	Cooperativas.....	16.6	15.9	15.9	20.4	17.7	17.7
659	Otros tipos de intermediación financiera.....	155.9	169.9	201.1	211.0	251.8	277.0
<b>6600</b>	<b>Financiamiento de planes de seguro y de pensiones, excepto los planes de seguridad social de afiliación obligatoria.....</b>	<b>71.1</b>	<b>85.0</b>	<b>104.2</b>	<b>112.2</b>	<b>127.7</b>	<b>143.8</b>
6700	Actividades auxiliares de la intermediación financiera.....	85.7	103.1	108.3	118.6	132.9	157.4
<b>K</b>	<b>ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER.....</b>	<b>1,363.5</b>	<b>1,484.1</b>	<b>1,470.6</b>	<b>1,627.5</b>	<b>1,820.1</b>	<b>2,132.9</b>
70	Actividades inmobiliarias realizadas con bienes propios, alquilados o de terceros, incluidas las localizadas en Zonas Francas.....	528.9	537.9	509.8	565.0	600.0	676.6
71	Alquiler de maquinaria y equipo sin operario y de efectos personales y enseres domésticos.....	159.2	197.7	188.2	247.7	318.7	380.9
72	Informática y actividades conexas.....	114.3	106.0	85.9	85.0	87.3	119.8
74	Otras actividades empresariales.....	561.1	642.5	686.7	729.8	814.1	955.6
<b>M</b>	<b>ENSEÑANZA PRIVADA.....</b>	<b>165.7</b>	<b>184.1</b>	<b>211.1</b>	<b>229.8</b>	<b>248.5</b>	<b>271.2</b>
<b>N</b>	<b>ACTIVIDADES DE SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD PRIVADA.....</b>	<b>170.4</b>	<b>181.0</b>	<b>189.8</b>	<b>221.2</b>	<b>237.0</b>	<b>262.3</b>
<b>O</b>	<b>OTRAS ACTIVIDADES COMUNITARIAS, SOCIALES Y PERSONALES DE SERVICIOS.....</b>	<b>590.8</b>	<b>648.5</b>	<b>686.7</b>	<b>745.3</b>	<b>838.3</b>	<b>916.9</b>
	<b>Menos: Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI), asignados al consumo interno.....</b>	<b>452.2</b>	<b>527.7</b>	<b>602.8</b>	<b>657.5</b>	<b>796.0</b>	<b>853.2</b>
<b>Subtotal Producción de mercado (P.11) (1).....</b>		<b>14,422.2</b>	<b>16,930.6</b>	<b>17,291.0</b>	<b>18,963.3</b>	<b>22,232.8</b>	<b>25,787.5</b>
<b>F</b>	<b>CONSTRUCCIÓN.....</b>	<b>46.2</b>	<b>59.1</b>	<b>61.8</b>	<b>64.3</b>	<b>74.7</b>	<b>94.3</b>
<b>K</b>	<b>ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER.....</b>	<b>2,047.5</b>	<b>2,288.8</b>	<b>2,700.4</b>	<b>3,626.9</b>	<b>3,889.7</b>	<b>4,189.2</b>
<b>P</b>	<b>HOGARES PRIVADOS CON SERVICIO DOMÉSTICO.....</b>	<b>145.7</b>	<b>154.8</b>	<b>160.7</b>	<b>174.5</b>	<b>192.9</b>	<b>209.0</b>
<b>Subtotal Producción para uso final propio (P.12).....</b>		<b>2,239.4</b>	<b>2,502.7</b>	<b>2,922.9</b>	<b>3,865.7</b>	<b>4,157.3</b>	<b>4,492.5</b>
<b>L</b>	<b>ADMINISTRACIÓN PÚBLICA Y DEFENSA Y PLANES DE SEGURIDAD SOCIAL DE AFILIACIÓN OBLIGATORIA.....</b>	<b>826.4</b>	<b>899.7</b>	<b>1,131.7</b>	<b>1,168.2</b>	<b>1,272.1</b>	<b>1,423.0</b>



**C.2. PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR EN LA REPÚBLICA, SEGÚN  
RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, A PRECIOS CORRIENTES: AÑOS 2007-12**

Código según CINU	Descripción	Producto interno bruto a precios de comprador (en millones de balboas)					
		2007	2008	2009	2010	2011 (R)	2012 (P)
751	Administración del estado y aplicación de la política económica y social de la comunidad.....	549.6	603.9	826.2	807.8	895.8	984.9
752	Prestación de servicios a la comunidad en general.....	233.6	253.5	255.7	306.3	317.5	382.7
753	Actividades de planes de seguridad social de afiliación obligatoria.....	43.2	42.3	49.8	54.1	58.8	55.4
<b>M</b>	<b>ENSEÑANZA PÚBLICA.....</b>	<b>555.4</b>	<b>656.6</b>	<b>674.1</b>	<b>677.4</b>	<b>753.2</b>	<b>822.0</b>
8010, 8020							
8090	Enseñanza, excepto enseñanza superior.....	384.3	468.2	493.0	483.8	538.1	595.5
8030	Enseñanza superior.....	171.1	188.4	181.1	193.8	215.1	226.5
<b>N</b>	<b>ACTIVIDADES DE SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD.....</b>	<b>406.5</b>	<b>459.4</b>	<b>493.9</b>	<b>538.1</b>	<b>606.5</b>	<b>621.9</b>
<b>O</b>	<b>OTRAS ACTIVIDADES COMUNITARIAS, SOCIALES Y PERSONALES DE SERVICIOS.....</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>8.1</b>
<b>Subtotal Otra producción no de mercado (P.13).....</b>		<b>1,792.9</b>	<b>2,020.1</b>	<b>2,304.2</b>	<b>2,387.2</b>	<b>2,634.9</b>	<b>2,875.0</b>
<b>Valor Agregado Bruto, en valores básicos.....</b>		<b>18,454.5</b>	<b>21,453.4</b>	<b>22,518.1</b>	<b>25,216.2</b>	<b>29,025.0</b>	<b>33,155.0</b>
..	Más: Derechos de importación.....	402.4	481.7	452.7	526.5	615.2	706.8
..	Más: Impuesto a la transferencia de bienes muebles.....	366.8	443.4	481.7	614.3	802.1	954.3
..	Más: Otros impuestos sobre los productos.....	744.1	843.1	892.8	1,007.2	1,182.2	1,428.7
..	Menos: Subvenciones a los productos.....	174.1	220.0	182.4	311.2	304.3	306.6
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR.....</b>		<b>19,793.7</b>	<b>23,001.6</b>	<b>24,162.9</b>	<b>27,053.0</b>	<b>31,320.2</b>	<b>35,938.2</b>

Nota: varias actividades se resumieron en su total, por lo extenso del cuadro original.

(1) La categoría de actividad económica "O", componente de este subtotal, incluye los valores agregados pertenecientes a Otra producción no de mercado (P.13), correspondientes a Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, los cuales no se pueden separar.

Fuente: Contraloría General de la República, Instituto Nacional de Estadística y Censo, INEC.

**C.3. PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS DE COMPRADOR DE 1996 TOTAL  
Y PER CÁPITA EN LA REPÚBLICA, Y SUS VARIACIONES  
PORCENTUALES ANUALES: AÑOS 1996-2012**

Año	Producto interno bruto a precios de comprador		Variación porcentual anual	
	Total (en millones de balboas de 1996)	Per cápita (1) (en balboas de 1996)	P I B total	P I B per cápita
1996.....	9,322.1	3,325	..	..
1997.....	9,924.4	3,468	6.5	4.3
1998.....	10,653.0	3,648	7.3	5.2
1999.....	11,070.3	3,715	3.9	1.8
2000.....	11,370.9	3,740	2.7	0.7
2001.....	11,436.2	3,686	0.6	-1.4
2002.....	11,691.0	3,695	2.2	0.2
2003.....	12,182.8	3,776	4.2	2.2
2004.....	13,099.2	3,983	7.5	5.5
2005.....	14,041.2	4,190	7.2	5.2
2006.....	15,238.6	4,464	8.5	6.5
2007.....	17,084.4	4,915	12.1	10.1
2008.....	18,812.9	5,317	10.1	8.2
2009.....	19,538.4	5,427	3.9	2.1
2010.....	20,994.4	5,733	7.5	5.6
2011 (R).....	23,274.5	6,250	10.9	9.0
2012 (P).....	25,787.1	6,808	10.8	8.9

NOTA: Con referencia a la publicación realizada el 21 de septiembre de 2007, se efectuó revisión para el 2006, de acuerdo con información corregida en la Balanza de Pagos, la cual modificó la estimación preliminar del ingreso nacional disponible.

(1) Con base en las estimaciones y proyecciones de la población total de la República al 1º de julio de cada año, elaboradas con los resultados del Censo Nacional de Población del 2010.

Fuente: Contraloría General de la República, Instituto Nacional de Estadística y Censo, INEC.



**C.4. COCIENTE GASTO INGRESO PER CÁPITA DE LOS HOGARES EN EL ÁREA URBANA DE LA REPÚBLICA, A VALORES CONSTANTES DE JULIO 2008, POR DECIL DE INGRESO PER CÁPITA, SEGÚN DOMINIO: AÑO ESPECIAL JULIO DEL 2007 A JUNIO DEL 2008**

Dominio	Cociente de Gasto / Ingreso per cápita (en balboas)										
	Total	Decil de ingreso per cápita									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Total</b>	<b>1.02</b>	<b>1.35</b>	<b>1.18</b>	<b>1.07</b>	<b>1.06</b>	<b>1.02</b>	<b>1.01</b>	<b>0.98</b>	<b>0.98</b>	<b>0.93</b>	<b>0.90</b>
Changuinola (cabecera) y Almirante	<b>1.05</b>	1.31	1.20	1.10	1.19	1.11	1.09	1.01	0.99	0.99	0.89
Aguadulce (cabecera), Pocrí y Penonomé (cabecera)	<b>1.03</b>	1.30	1.32	1.18	1.12	1.01	1.00	0.99	0.96	0.88	0.91
Barrio Norte, Barrio Sur, Cativá, Cristóbal, Puerto Pílon y Sabanitas	<b>0.99</b>	1.30	1.04	0.98	1.02	0.95	1.02	1.00	0.99	0.91	0.86
David (cabecera), Las Lomas y Pedregal	<b>1.07</b>	1.29	1.19	1.16	1.10	1.12	1.07	1.00	1.03	0.97	0.96
Chitré (cabecera), La Arena, Monagrillo, Llano Bonito, San Juan Bautista y Las Tablas (cabecera)	<b>1.09</b>	1.39	1.26	1.15	1.13	1.15	1.09	1.06	1.02	0.93	0.95
Distrito de Panamá urbano y distrito de San Miguelito	<b>1.02</b>	1.37	1.19	1.05	1.04	1.02	0.99	0.97	0.98	0.93	0.89
Arraiján (cabecera), Juan Demóstenes Arosemena, Vista Alegre, Barrio Balboa, Barrio Colón, El Coco (cabecera) y Guadalupe (Altos de San Francisco)	<b>1.02</b>	1.29	1.12	1.10	1.11	0.99	1.00	1.00	0.98	0.94	0.93
Santiago (cabecera) y Canto del Llano	<b>1.03</b>	1.40	1.18	1.11	1.07	1.09	1.02	0.96	0.97	0.96	0.83

NOTA: El área urbana comprende los dominios urbanos investigados. **El promedio de los 6 primeros deciles totales, es de 1.12.**

Pueden haber diferencias en totales, por redondeos del computador.

Fuente: Contraloría General de la República, Instituto Nacional de Estadística y Censo, INEC. Encuesta de Ingresos y Gastos de los Hogares (EIGH), año especial julio de 1997 a junio de 1998.

**C.5 VARIABLES RELACIONADAS DE CUENTAS NACIONALES Y DEL PATRIMONIO DE FONDOS DE PENSIONES, INCLUIDO SIACAP AÑOS 2007-12**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Año	PIB nominal de Panamá	Ingreso Nacional Disponible	Ahorro Interno Nacional	Formación Bruta de Capital	Fondos de Fideicomisos y del SIACAP, Totales	Fondo de Pensiones del SIACAP				Fondo de Fideicomisos No SIACAP		
						Patrimonio Total del SIACAP	Fondode pensiones SIACAP, Progreso	Fondode pensiones SIACAP, HSBC 1/	Fondode pensiones SIACAP, CSS	Fondo de Fideicomisos no SIACAP Total	Fondo de Fideicomisos No SIACAP, Progreso	Fondos de Fideicomisos No SIACAP, Profuturo
2007	19,793.7	16,833.0	3,251.4	4,775.7	<b>676.10</b>	<b>556.0</b>	184.9	185.3	185.9	<b>120.1</b>	51.2	68.9
2008	23,001.6	19,726.0	5,194.2	6,355.2	<b>702.20</b>	<b>561.9</b>	188.8	186.2	187.0	<b>140.3</b>	63.0	77.3
2009	24,162.9	20,989.1	6,208.3	6,185.6	<b>772.20</b>	<b>610.2</b>	201.0	205.8	203.4	<b>162.0</b>	74.4	87.6
2010	27,053.0	23,341.7	3,619.8	6,906.8	<b>830.00</b>	<b>636.7</b>	209.1	215.1	212.6	<b>193.3</b>	82.7	110.6
2011	31,320.2	27,291.4	3,457.2	8,519.0	<b>866.10</b>	<b>633.4</b>	167.1	299.9	166.7	<b>232.7</b>	98.3	134.4
2012	35,938.2	30,978.6	5,844.8	10,288.6	<b>934.90</b>	<b>644.6</b>	299.1	173.2	172.4	<b>290.3</b>	119.4	170.9

1/ Para el año 2012, el Consorcio Aliados, sustituye al HSBC en la administración del fondo, de acuerdo con nuevo contrato.

**Relaciones**

	(3)/(2)	(4)/(1)	(6)/(1)	(6)/(3)	(5)/(1)	(6)/(4)	Indice de valor del PIB nominal base en 2007	Indice de valor del Patrim del SIACAP, base 2007
2007	19.3	24.1	2.8	17.1	3.4	11.6	100.0	100.0
2008	26.3	27.6	2.4	10.8	3.1	8.8	116.2	101.1
2009	29.6	25.6	2.5	9.8	3.2	9.9	122.1	109.7
2010	15.5	25.5	2.4	17.6	3.1	9.2	136.7	114.5
2011	12.7	27.2	2.0	18.3	2.8	7.4	158.2	113.9
2012	18.9	28.6	1.8	11.0	2.6	6.3	181.6	115.9

Fuente: Contraloría General de la República, INEC, Cuentas Nacionales 2007-11 y 2010.12, SIACAP y Superintendencia del Mercado de Valores.



**C.6. ESTIMACION DE LA VARIANZA DE LOS RENDIMIENTOS ACUMULADOS POR LOS FONDOS  
ADMINISTRADOS DEL SIACAP EN LA REPÚBLICA DE PANAMÁ, SEGÚN EMPRESA ADMINISTRADORA:  
NOVIEMBRE DEL 2010 A DICIEMBRE DEL 2012**

MES Y AÑO	RENDIMIENTOS ACUMULADOS 1/				DESVIACIONES				DESVIACIONES AL CUADRADO			
	PROGRESO	CSS	HSBC	TOTAL	PROGRESO	CSS	HSBC	TOTAL	PROGRESO	CSS	HSBC	TOTAL
NO 10	7.7847	7.9516	8.0615	7.9333	0.1724	0.2584	0.3716	0.2677	0.02971	0.06678	0.13806	0.07166
DI 10	7.6273	7.7635	7.8957	7.7628	0.0150	0.0703	0.2058	0.0972	0.00022	0.00494	0.04234	0.00945
EN 11	7.6412	7.8114	7.8708	7.7750	0.0289	0.1182	0.1809	0.1094	0.00083	0.01397	0.03271	0.01197
FE 11	7.5818	7.7455	7.8099	7.7129	-0.0305	0.0523	0.1200	0.0473	0.00093	0.00274	0.01439	0.00224
MZ 11	7.5911	7.7857	7.8128	7.7213	-0.0212	0.0925	0.1229	0.0557	0.00045	0.00856	0.01510	0.00310
AB 11	7.6087	7.7785	7.8365	7.7418	-0.0036	0.0853	0.1466	0.0762	0.00001	0.00728	0.02148	0.00581
MY 11	7.6489	7.8120	7.8303	7.7570	0.0365	0.1188	0.1404	0.0913	0.00133	0.01412	0.01970	0.00834
JN 11	7.6890	7.8455	7.8241	7.7721	0.0767	0.1523	0.1342	0.1065	0.00588	0.02320	0.01800	0.01134
JL 11	7.7092	7.8287	7.8181	7.7742	0.0969	0.1355	0.1282	0.1086	0.00938	0.01836	0.01643	0.01179
AG 11	7.7081	7.8058	7.7956	7.7662	0.0957	0.1126	0.1056	0.1005	0.00916	0.01267	0.01116	0.01011
SE 11	7.7069	7.7828	7.7730	7.7581	0.0946	0.0896	0.0831	0.0925	0.00894	0.00803	0.00690	0.00856
OC 11	7.6131	7.7049	7.7049	7.6807	0.0008	0.0117	0.0150	0.0151	0.00000	0.00014	0.00022	0.00023
NO 11	7.6159	7.6997	7.6965	7.6761	0.0036	0.0065	0.0066	0.0105	0.00001	0.00004	0.00004	0.00011
DI 11	7.6053	7.6901	7.6876	7.6665	-0.0070	-0.0031	-0.0023	0.0009	0.00005	0.00001	0.00001	0.00000
EN 12	7.6131	7.6899	7.6861	7.6678	0.0008	-0.0033	-0.0038	0.0022	0.00000	0.00001	0.00001	0.00000
FE 12	7.5949	7.6734	7.6669	7.6495	-0.0174	-0.0198	-0.0230	-0.0161	0.00030	0.00039	0.00053	0.00026
MZ 12	7.6461	7.6519	7.5809	7.6303	0.0338	-0.0413	-0.1090	-0.0353	0.00114	0.00170	0.01189	0.00125
AB 12	7.6141	7.6219	7.5579	7.6012	0.0018	-0.0713	-0.1320	-0.0644	0.00000	0.00508	0.01743	0.00415
MY 12	7.5821	7.5919	7.5349	7.5721	-0.0302	-0.1013	-0.1550	-0.0935	0.00091	0.01026	0.02404	0.00874
JN 12	7.5666	7.5740	7.5210	7.5564	-0.0457	-0.1192	-0.1689	-0.1092	0.00209	0.01421	0.02854	0.01192
JL 12	7.5713	7.5778	7.5306	7.5622	-0.0410	-0.1154	-0.1593	-0.1034	0.00168	0.01331	0.02539	0.01069
AG 12	7.5782	7.5820	7.5413	7.5693	-0.0341	-0.1112	-0.1486	-0.0963	0.00117	0.01236	0.02209	0.00927
SP 12	7.5455	7.5507	7.5116	7.5378	-0.0668	-0.1425	-0.1783	-0.1278	0.00447	0.02030	0.03180	0.01633
OC 12	7.5128	7.5194	7.4819	7.5063	-0.0995	-0.1738	-0.2080	-0.1593	0.00991	0.03020	0.04328	0.02538
NO 12	7.4906	7.4987	7.4612	7.4849	-0.1217	-0.1945	-0.2287	-0.1807	0.01482	0.03783	0.05232	0.03265
DI 12	7.4743	7.4857	7.4467	7.4699	-0.1380	-0.2075	-0.2432	-0.1957	0.01905	0.04305	0.05916	0.03830
PROMEDIO	7.6123	7.6932	7.6899	7.6656	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
N=26												
TOTALES					0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.1225	0.3695	0.6530	0.3137
VARIANZA	0.004711	0.014213	0.025116	0.012064					0.004711	0.014213	0.025116	0.012064
Desviación Estandar:									0.068633	0.119220	0.158481	0.109836
Desviación estandar en %:									6.9	11.9	15.8	11.0

Nota: el sistema inicia operaciones integralmente el 7 de julio del 2000. Consorcio Aliados sustituye al HSBC, desde marzo de 2012

Los datos de los meses de mayo y agosto de 2011 y abril de 2012, se obtuvieron por interpolacion, dado que no se disponian de la fuente.

1/ Desde el inicio, el 7 de julio de 2000.

Fuente: elaborado por el autor con datos obtenidos del SIACAP.



## C.7 INDICADORES BURSÁTILES MENSUALES EN LA REPÚBLICA DE PANAMÁ: ENERO A DICIEMBRE DE 2011-12

Periodo	Volumen negociado						
	Mercado total (en miles de balboas)				Mercado accionario		
	Total	Primario	Secundario	Recompras	Índice BVPSI (Dic2002=100) (1)	Volumen negociado (en miles de balboas)	Número de acciones (en miles de unidades)
<b>Enero-Diciembre</b>							
2008	1,932,002	973,796	627,770	330,437	201.23	147,609	5,121
2009	1,658,126	1,181,550	232,933	243,643	228.05	32,308	1,353
2010	2,639,165	2,132,597	366,419	140,149	261.69	68,016	2,734
<b>2011</b>	<b>3,365,401</b>	<b>2,609,135</b>	<b>695,994</b>	<b>60,273</b>	<b>338.97</b>	<b>63,241</b>	<b>2,971</b>
Enero	119,271	91,398	20,095	7,777	267.67	4,579	242
Febrero	246,697	193,007	48,453	5,238	287.00	2,074	68
Marzo	150,671	112,142	36,499	2,030	291.37	2,780	108
Abril	216,094	190,799	25,295	-	293.81	4,731	161
Mayo	302,751	253,585	49,166	-	297.00	8,874	527
Junio	428,600	376,178	52,422	-	298.14	4,535	150
Julio	249,076	173,032	76,044	-	301.03	4,137	96
Agosto	709,478	565,927	110,340	33,210	302.93	5,169	196
Septiembre	299,983	241,908	55,915	2,160	308.34	7,612	308
Octubre	310,924	222,037	79,338	9,549	318.77	3,063	116
Noviembre	160,597	86,367	73,922	308	326.25	10,511	825
Diciembre	171,260	102,755	68,504	-	338.97	5,176	174
<b>2012 (P)</b>	<b>6,603,670</b>	<b>4,854,915</b>	<b>1,516,957</b>	<b>231,798</b>	<b>408.73</b>	<b>112,996</b>	<b>5,243</b>
Enero	705,582	652,465	53,116	-	348.16	4,160	137
Febrero	192,566	150,326	40,216	2,024	366.21	11,471	615
Marzo	329,289	283,642	27,895	17,752	380.07	5,498	193
Abril	256,028	212,223	33,791	10,015	387.21	11,830	461
Mayo	283,428	224,930	48,483	10,015	395.17	4,905	277
Junio	367,845	268,628	74,552	24,664	391.90	6,743	218
Julio	541,760	392,307	123,254	26,199	389.14	13,331	1,114
Agosto	526,138	289,947	213,289	22,903	387.54	22,721	725
Septiembre	1,035,396	906,531	92,989	35,876	392.14	11,253	886
Octubre	1,362,307	747,700	601,168	13,438	397.59	7,212	228
Noviembre	391,328	273,821	98,150	19,357	405.92	6,906	222
Diciembre	612,004	452,394	110,054	49,557	408.73	6,966	167
<b>Variación Porcentual Acumulada Enero-Diciembre</b>							
2009/2008	-14.2	21.3	-62.9	-26.3	13.3	-78.1	-73.6
2010/2009	59.2	80.5	57.3	-42.5	14.8	110.5	102.1
2011/2010	27.5	22.3	89.9	-57.0	29.5	-7.0	8.7
2012/2011	96.2	86.1	118.0	284.6	20.6	78.7	76.5
<b>Variación Porcentual Mensual 2012/2011</b>							
Enero	491.6	613.9	164.3	..	30.1	-9.2	-43.4
Febrero	-21.9	-22.1	-17.0	-61.4	27.6	453.2	808.9
Marzo	118.5	152.9	-23.6	774.4	30.4	97.8	78.4
Abril	18.5	11.2	33.6	..	31.8	150.0	186.8
Mayo	-6.4	-11.3	-1.4	..	33.1	-44.7	-47.5
Junio	-14.2	-28.6	42.2	..	31.4	48.7	45.2
Julio	117.5	126.7	62.1	..	29.3	222.3	1,057.7
Agosto	-25.8	-48.8	93.3	-31.0	27.9	339.6	269.5
Septiembre	245.2	274.7	66.3	1,560.7	27.2	47.8	187.6
Octubre	338.1	236.7	657.7	40.7	24.7	135.5	97.5
Noviembre	143.7	217.0	32.8	6,179.5	24.4	-34.3	-73.1
Diciembre	257.4	340.3	60.7	..	20.6	34.6	-4.3

NOTA: Debido al redondeo del computador, la suma o variación puede no coincidir.

(1) Se refiere al índice calculado para el último día del mes.

(P) Cifras preliminares.

Fuente: Contraloría General de la República, Instituto Nacional de Estadística y Censo, INEC, cuya fuente es a su vez, la Bolsa de Valores de Panamá

**ANEXO D**

**OTROS**

## **D 1 Superintendencia del Mercado de Valores Administradoras de Inversion de Fondos de Jubilación y Pensiones**

<b>Nº</b>	<b>Entidad</b>	<b>Resolución</b>
<b>1</b>	<b>PROFUTURO ADMINISTRADORA DE PENSIONES DE FONDOS Y CESANTIAS S A</b>	<b>CNV No 07-2007</b> de 10 de enero de 2007
<b>2</b>	<b>HSBC INVESTMENT CORPORATION (PANAMA) S A</b>	<b>CNV No 8-2007</b> de 10 de enero de 2007
<b>3</b>	<b>PROGRESO ADMINISTRADORA NACIONAL DE INVERSIONES FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS S A</b>	<b>CNV No 20-2007</b> de 16 de enero de 2007 <b>Fecha 28 de enero de 2013</b>

Fecha al 28 de enero de 2013

## **D 2 ¿Cómo se realiza una calificación de riesgo?**

Segun Charles P Morris

Existen varias formas distintas de realizar una calificación. Un método comun utilizado es el análisis del riesgo a través de criterios como Fortalezas Oportunidades Debilidades y Amenazas (FODA). Otros criterios de calificación incluyen determinar el riesgo en base a los factores cualitativos y cuantitativos de una empresa, entre los cuales podemos mencionar entre otros los aspectos económicos y financieros de la industria, el ciclo economico que experimentan los bancos o empresas, la competencia en dicho sector, la estructura de costos, el crecimiento consistente de sus utilidades (ganancias), el conocimiento y la experiencia del equipo gerencial, la calidad y las categorías de los créditos otorgados por la institución, y la estructura y diversificación de su cartera de préstamos hipotecarios, personales y corporativos. En el caso de los bancos, quizás uno de los puntos más importantes que los analistas observan es su base de capital pagado, lo que determina la capacidad del emisor para hacerles frente a sus obligaciones en ciclos adversos o no favorables a su industria.

En general, son muchos los factores que los analistas de las casas calificadoras toman en cuenta antes de emitir una opinión o recomendación de inversión sobre un banco, empresa o gobierno. Lo cierto es que, cuando se solicita a una calificadora de riesgo que efectúe una evaluación, es importante saber que la misma realizará una labor realmente exhaustiva de investigación acerca de la empresa en cuestión. A fin de cuentas, la reputación misma de dicha calificadora estará en juego a partir del momento en que un inversionista común, que luego de 10 años de trabajo decide poner sus fondos a trabajar para él, confíe en su criterio independiente acerca de los riesgos que involucra dicha inversión.”<sup>97</sup>

### **D.3. Calificación de PROGRESO, Administradora Nacional de Inversiones, Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A.**

## **FitchRatings**

**Fitch Afirma Calificación de Progreso AFP en AAA(pan) con Perspectiva Estable.**  
08 de marzo de 2012 02:00PM (GMT -06: 00)

---

Fitch Ratings -San José, San Salvador- 08 de marzo de 2012: Fitch afirma la calificación de riesgo nacional en Panamá de Progreso Administradora Nacional de Inversiones, Fondo de Pensiones y Cesantía, S.A., (Progreso) en AAA(pan), Perspectiva Estable. La calificación se fundamenta en la fuerte estructura financiera de Progreso concentrada en patrimonio, la calidad de la administración y su fuerte posición en el mercado de administración de fondos previsionales complementarios en Panamá.

Progreso se mantiene reflejando la fuerte capacidad de generar un flujo de caja como ha sido históricamente, suficiente para solventar las necesidades de inversión, cubrir los gastos de operación y distribuir dividendos a sus socios. El patrimonio de Progreso de US\$7.4 millones al cierre fiscal 2011 representa un 89.3% del activo total de la entidad, indicador que sigue demostrando su alta flexibilidad financiera para realizar las inversiones requeridas. Progreso no posee obligaciones financieras con costo, siendo su pasivo operativo únicamente.

Progreso ha variado la composición de su portafolio de inversiones propias, reduciendo su exposición en inversiones con calificaciones crediticias por debajo del rango BBB(pan) e inversiones no calificadas, 20.3% a diciembre 2011 desde 43.9% en el 2010. Al cierre 2011 un 79.7% de la cartera propia de Progreso estaba

---

<sup>97</sup> Charles P. Morris (Asesor Financiero, Wall Street Securities S.A.).



invertida en rangos de A(pan) y superior; un 20.0% se concentraba en BB-(pan) correspondiente a inversiones en Banco Panameño de la Vivienda (Banvivienda), entidad a la cual pertenece Progreso, siendo el restante 0.3% inversiones no calificadas. Fitch considera positiva la iniciativa de recomposición de su portafolio, buscando una mejor diversificación del mismo, hacia una concentración en valores con calificación crediticia igual o superior a BBB-(pan) y espera que este proceso continúe. La calificación se vería reducida ante una composición de portafolio que se concentre en emisores de baja calidad crediticia, o por ausencia de diversificación de inversiones por emisor.

El crecimiento de los activos administrados por Progreso demuestra la aplicación de la estrategia de crecimiento en la actividad de la entidad vía la adquisición de operaciones de otras empresas del mercado, en sus dos áreas principales: administración de fondos de cesantías y el Fondo de Pensiones. El activo neto administrado, según cifras al 31 de diciembre 2011, es de US\$407.0 millones, distribuido en US\$98.3MM fondos de jubilaciones y pensiones, US\$141.6MM fondos de cesantía, y US\$167.1MM Fondo del SIACAP (Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servicios Públicos). En el mismo orden, los saldos administrados al 31/12/2010 fueron US\$82.7MM, US\$126.2MM, y US\$209.1MM respectivamente. A partir de marzo 2012 Progreso administrará US\$301.1MM del SIACAP, monto adjudicado para su gestión durante un plazo de 5 años.

Progreso Administradora Nacional de Inversiones, Fondo de Pensiones y Cesantía, S.A. (Progreso), fue constituida en 1996 en la República de Panamá. La Compañía tiene como finalidad la administración de fondos o planes de jubilaciones y pensiones, fondos de cesantía y planes de seguridad social que sean autorizados por la ley. Al cierre fiscal 2011, Progreso administraba un 47% de los activos de los fondos de pensiones y jubilaciones, un 48% de los fondos de cesantía y un 33% de los fondos del SIACAP; participaciones que le han brindando estabilidad a sus ingresos en el tiempo.

Progreso es propiedad en un 100% del Banco Panameño de la Vivienda (Banvivienda), el cual a su vez es propiedad de Grupo Mundial Tenedora, S. A., conglomerado financiero panameño con presencia en banca, administración de activos y seguros, siendo esta última su línea de negocios más importante y con presencia en todos los países de Centroamérica. De acuerdo con la metodología de calificación de corporativos de Fitch, la calificación de Progreso no se basa en el soporte financiero de Banvivienda.

Las calificaciones mencionadas fueron solicitadas por, o en nombre de, el emisor, por lo tanto, Fitch ha sido compensado por la provisión de las calificaciones.

La metodología de calificación utilizada por Fitch es la "Metodología de Calificación de Corporativos".

Contactos: Vanessa Villalobos, Allan Lewis, +506 2296-9454, Costa Rica.

Para acceder el reporte complete visite nuestro sitio Web [www.fitchcentroamerica.com](http://www.fitchcentroamerica.com) en la sección de Empresas (Corporates).

*Nota: Las calificaciones en escala nacional de Fitch son una medida de la calidad crediticia de las entidades relativa a la calificación del "mejor" riesgo crediticio de un país. Por lo tanto, las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente. La calificación AAA(pan) indica la calificación más alta asignada por la agencia en su escala de calificación nacional para Panamá. Esta calificación se asigna a emisores u obligaciones con la expectativa de riesgo de incumplimiento más bajo respecto de todos los demás emisores u obligaciones del país. El sufijo "(pan)" indica que se trata de una calificación nacional para Panamá. La adición de un "+" o "-" a una calificación indica la posición relativa dentro de una categoría de calificación. Estos signos no se agregan a la calificación de largo plazo AAA(pan), a categorías por debajo de CCC(pan) ni a calificaciones de corto plazo distintas de F1(pan).*

*La calificación otorgada es una opinión y no una recomendación para comprar, vender o mantener determinado título, ni un aval o garantía de la emisión o del emisor.*

ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM](http://FITCHRATINGS.COM)

**D 4 Ejemplos de Promocion y Publicidad de PROGRESO,  
Administradora Nacional de Inversiones,  
Fondos de Pensiones y Cesantias, S A**





- Usted puede abrir su plan de jubilación con sólo B/. 20.00 mensuales.
- Progreso SIEMPRE ha tenido rendimientos positivos con un rendimiento histórico promedio de 7.65%.
- Su fondo es INEMBARGABLE y DEDUCIBLE de su declaración de impuestos.

**PROGRESO**   
FONDO DE JUBILACIONES, CANTAS Y SIACAP

**Llámenos 340-0300**

Calcule rápido y fácil su jubilación, entre a  
**[www.mejubilopanama.com](http://www.mejubilopanama.com)**



## Fondo de Pensiones:

- Trayectoria de rendimientos estables en más de 13 años de operaciones
- Rendimiento histórico de 7.65%
- Deducible de impuesto sobre la renta
- Seguro de vida opcional.
- Estados de cuenta mensuales por correo electrónico y acceso a Pensiones Online para consultar su cuenta.
- Más de 25,650 afiliados al plan de pensiones.
- Más de 552 millones de balboas bajo administración.
- Seguridad al contar con la máxima calificación de Inversión otorgada por Fitch Ratings de AAA(pan).
- Miembro activo de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).

Año	Rendimiento
Ene. 2012	5.72%
Feb. 2012	7.21%
Mar. 2012	6.83%
Abr. 2012	5.73%
<b>Promedio 2012</b>	<b>6.37%</b>
<b>Promedio 2011</b>	<b>6.44%</b>
<b>Promedio 2010</b>	<b>6.66%</b>
<b>Histórico</b>	<b>7.65%</b>



Rendimiento histórico de 7.65% p.a. desde el inicio (oct.1998) al 31 de marzo de 2012 y antes de descontar la comisión administrativa. Rendimiento promedio anual 6.55% p.a. de enero a marzo de 2012. Resultados obtenidos no representan garantía de resultados futuros. Entidad regulada y Supervisada por la Comisión Nacional de Valores. Licencia para operar como Administradora de Inversiones de Fondos de Jubilación y Pensiones de acuerdo a la resolución CNV No. 350-01 del 29 de agosto de 2001, y autorización del Fondo Progreso/Fideicomiso Fondo de Jubilación y Pensiones de acuerdo a la resolución CNV No. 101-07 del 9 de abril de 2007. Auditores: KPMG. Beneficio fiscal hasta el 10% del ingreso bruto anual, con un máximo de B/. 15,000.00.

Brochure para promoción en empresas, universidades y personas





**YO  
SI  
SE**

**...que me voy a jubilar!**

- Usted puede abrir su plan de jubilación con sólo B/. 20.00 mensuales
- Progreso SIEMPRE ha tenido rendimientos positivos con un rendimiento histórico promedio de 7.65%.
- Su fondo es INEMBARGABLE y DEDUCIBLE de su declaración de impuestos



**Llámenos 340-0300**

Calcule rápido y fácil su jubilación, entre a  
**[www.mejubilopanama.com](http://www.mejubilopanama.com)**

[illegible]

## D.5. Generales de las entidades calificadoras de riesgo registradas en la Superintendencia del Mercado de Valores:

República de Panamá  
Superintendencia del Mercado de Valores  
Dirección de Registro y Autorizaciones

### Entidades Calificadoras de Riesgo

Al 24 de mayo de 2012

FITCH RATINGS COLOMBIA, S.A. SOCIEDAD CALIFICADORA DE VALORES		FITCH CENTROAMERICA, S.A.	
Representante Legal	Gustavo Aristabal Tobón	Representante Legal	Maurice Choussy R.
Número de Resolución	CNV-108-2006	Número de Resolución	CNV-473-2001
Fecha de Resolución	11 de mayo de 2006	Fecha de Resolución	5 de diciembre de 2001
Dirección Física (Panamá)	N° de cuenta con oficinas de representación en Panamá	Representante Comercial (Panamá)	Ana Isabel de Rossania (Tel. 507-6613-8135)
Dirección Física (Colombia)	Ciudad de Bogotá, en Colombia, Calle 69 A N° 9-85 del Barrio Quinta Camacho	Dirección Legal	Calle 52 y Elvira Méndez, Edif. Dorado, piso 3
Apartado Postal		Oficinas Principales (El Salvador)	Edif. Plaza Cristal, tercer nivel, 79 Ave. Sur y calle Cuscatlan
Teléfono	326-99-99	Apartado Postal	0830-00940, Panamá, Rep. de Panamá
Fax	347-45-74	Teléfono	(503)-2516-6600
Sitio Web	<a href="http://www.drcolombia.com.co">www.drcolombia.com.co</a>	Fax	(503)-2516-6650
		Sitio Web	<a href="http://www.fitchcentroamerica.com">www.fitchcentroamerica.com</a>
SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO DE CENTROAMERICA, S.A.		BCR INVERSOR SERVICES, SOCIEDAD CALIFICADORA DE VALORES	
Representante Legal	Gary Rafael Barquero Arce	Representante Legal	Rafael María González Guillén
Número de Resolución	CNV-254-04	Número de Resolución	CNV-47-07
Fecha de Resolución	31 de diciembre de 2004	Fecha de Resolución	14 de febrero de 2008
Dirección Física (Panamá)	Urbanización Altos de Panamá, Colinas de Santa Bárbara, calle 3a. Casa 67, en Tumba Muerto, entrando por el Condado del Rey	Dirección Física (Panamá)	Calle 50, Torre Global Bank, Piso 37, Oficina 3701
Dirección Física (Costa Rica)	Cartago, CR, del Cementerio General, 300 mts. Este y 100 mts. Sur, Edificio Platino, 2do. Piso	Dirección Física (Colombia)	Calle 98, N°22-64 Oficina 1001, Bogotá, Distrito Capital de la República de Colombia
Apartado Postal	1710-7050, Cartago, Costa Rica	Apartado Postal	0832-02231 Panamá, Rep. de Panamá
Teléfono	(507) 209-3821; (507) 6674-5936; (506) 2552-5936	Teléfono	(507) 340-3701
Fax	Contacto: Glenis Pinzón 230-3456 (506) 2552-1361	Fax	(507) 340-3702
Sitio Web	<a href="http://www.scriesgo.com.com">www.scriesgo.com.com</a>	Sitio Web	
EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO, S.A.		PACIFIC CREDIT RATING	
Representante Legal	Francisco J. Moreno Ortiz	Representante Legal	Oscar Martín Jasauri Sabat
Número de Resolución	CNV-29-2004	Número de Resolución	CNV-369-2002
Fecha de Resolución	20 de febrero de 2004	Fecha de Resolución	27 de septiembre de 2002
Dirección Física	Calle 50 y 54, Edificio Frontenac - Oficina 3-D, Bella Vista, Ciudad de Panamá	Dirección Física	Avenida Federico Boyd, Cl. 49, Edif. Bolsa de Valores de Panamá, Piso 2
Apartado Postal		Apartado Postal	
Teléfono	(507) 214-3790 / (507) 214-7931	Teléfono	(507) 214-4634 / 04
Fax	(507) 214-3790 / (507) 214-3791	Fax	(507) 214-4605
Sitio Web	<a href="http://www.equilibrium.com.pa">www.equilibrium.com.pa</a>	Sitio Web	<a href="http://www.ratingpcr.com">www.ratingpcr.com</a>
ICR CLASIFICADORA DE RIESGO LTDA.		FITCH RATINGS COSTA RICA, CALIFICADORA DE RIESGO, S.A.	
Representante Legal	Alvaro Clarke de la Cerda	Representante Legal	Erick Campos Bolaños
Número de Resolución	Jorge Palomas Pareja CNV-380-09	Número de Resolución	CNV-03-211
Fecha de Resolución	9 de diciembre de 2009	Fecha de Resolución	3 de enero de 2011
Dirección Física (Chile)	Calle Miraflores N° 178, Oficina 1102, Santiago, Chile	Dirección Física (Costa Rica)	San José, Costa Rica, Del ICE Sabana Norte, 250 metros norte y 75 metros este, Edificio Fomento Urbano, Tercer Piso.
Apartado Postal		Apartado Postal	10828-1000
Teléfono	(56) 02-6327837	Teléfono	506-296-9454 / 9182
Fax	(56) 02-6325804	Fax	506-296-9895
Sitio Web		Sitio Web	<a href="http://www.fitchcentroamerica.com">www.fitchcentroamerica.com</a>

## D 6 Escala de Calificación de Panamá

### Significado de Calificaciones emisiones de Deuda para Fitch Ratings Centroamérica

#### Mediano y Largo Plazo

**AAA (pan)** La más alta calidad crediticia Representa la máxima calificación asignada por Fitch Centroamérica en su escala de calificaciones domésticas Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno

**AA (pan)** Muy alta calidad crediticia Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas

**A (pan)** Alta calidad crediticia Corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país Sin embargo cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

**BBB (pan)** Adecuada calidad crediticia Agrupa emisores o emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto de otros del país Sin embargo cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago oportuno que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

**BB (pan)** Especulativa Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país Dentro del contexto del país el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos

**B (pan)** Altamente especulativa Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios

**CCC (pan) CC (pan) C (pan)** Alto riesgo de incumplimiento Estas categorías agrupan riesgos crediticios muy vulnerables respecto de otros emisores o emisiones dentro del país Su capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios

**DDD (pan) DD (pan) D (pan)** Incumplimiento Se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento

**E (pan)** Calificación suspendida Obligaciones que ante reiterados pedidos de la calificadora no presenten información adecuada

#### Corto Plazo

**F1 (pan)** Alta calidad crediticia Indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Centroamérica esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país y normalmente se asigna a los compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas se agrega un signo "+" a la categoría

**F2 (pan)** Buena calidad crediticia Implica una satisfactoria capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas Sin embargo el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior

**F3 (pan)** Adecuada calidad crediticia Corresponde a una adecuada capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores del mismo país Sin embargo dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores



**B (pan)** Especulativa. Representa una capacidad incierta de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo por condiciones económicas y financieras.

**C (pan)** Alto riesgo de incumplimiento. Alta incertidumbre en cuanto a la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, respecto de otros emisores o emisiones dentro del mismo país. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende principalmente de condiciones económicas favorables y estables.

**D (pan)** Incumplimiento. El incumplimiento es inminente o ya ha ocurrido.

**E (pan)** Calificación Suspendida. Obligaciones para las cuales no se dispone de información adecuada.

La adición de un "+" o "-" se utiliza para denotar el estatus relativo dentro de una categoría de calificación alta. Dichos sufijos no se le incluyen a la categoría local de largo plazo "AAA (pan)", a categorías inferiores a "CCC (pan)", o a categorías de corto plazo que nos sean otra que "(pan)".

Rating Watch: Las calificaciones son colocadas en "rating watch", para notificar a los inversionistas que hay una sensata probabilidad de un cambio de calificación y la dirección de dicho cambio. Estas pueden ser "positiva", indicando un posible aumento, "negativa", indicando una posible disminución o "en desarrollo", si la calificación puede aumentarse, disminuirse o mantenerse.

En ciertos países, los reguladores han establecido escalas de calificación que se utilizan en el interior del mercado doméstico, usando una nomenclatura específica. En estos casos, nuestra escala local debe ser sustituida por la impuesta por los reguladores.

Copyright © 2006 Fitch Centroamérica S.A. [fitchinfo@fitchca.com](mailto:fitchinfo@fitchca.com)

Fuente: Fitch Ratings.

## **D.7. Administradoras de Inversión Autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores**

### **Superintendencia del Mercado de Valores**

#### **Administradoras de Inversión Autorizadas**

(Acuerdo N° 5-2004 de 23 de julio de 2004)

Al 31 de diciembre de 2011

<b>N°</b>	<b>Nombre de la Administradora</b>	<b>Inicio de Operaciones</b>	<b>N° de Resolución</b>
1	BANISTMO ASSET MANAGEMENT, S.A.*	17-May-95	CNV-917-1995
2	HSBC INVESTMENT CORPORATION (PANAMA)	13-Mar-96	CNV N°. 1009-1996

3	BANCO GENERAL S A	03-Oct 96	CNV 2006-1996
4	BG INVESTMENT CO INC	04-Dic 96	CNV N 2014-1996
5	CREDICORP FONDO DE PENSIONES Y CESANTIA S A	17 Sep-97	CNV N 0091 1997
6	PERMIER ASSET MANAGEMENT S A	28 Mar-00	CNV N 0066-2000
7	ADMINISTRADORA DE LA CAJA DE SEGURO SOCIAL	13 Feb-01	CNV-027 2001
8	BG VALORES S A	13 Jul-01	CNV N 0288 2001
9	PROGRESO ADMINISTRADORA NACIONAL DE INVERSIONES FONDO DE PENSIONES Y CESANTIAS S A	29 Ago-01	CNV N 0350-2001
10	PROFUTURO ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS S A	20 Sep-02	CNV N 0356-2002
11	MMG ASSET MANAGEMENT S A	07 Jun-06	CNV N 0135 2006
12	SFC ASSET MANAGEMENT S A	20-Jun-08	CNV N 0172 2008
13	VALORES BANCOLOMBIA PANAMA S A	25 Jul-08	CNV N 0230-2008
14	GENEVA ASSET MANAGEMENT S A	15 Ene-09	CNV N 0019 2009
15	MULTI SECURITIES INC	11 Mar 10	CNV N 076-2010
16	GARCIA FLORES HIDALGO ASSET	07 Jun 10	CNV N 0214-2010

	MANAGEMENT INC		
17	PRIVAL SECURITIES INC	06-Sep-10	CNV N 0342 2010

## **BIBLIOGRAFIA Y OTRAS INFORMACIONES**

### A. LIBROS:

- BALLESTEROS,** Doris Emérita y José Chen Barría: **“Disposiciones Legales sobre el Mercado de Valores, Fondos de Pensiones, Fondos de Cesantía”**. Sin editorial. 3a. Edición. Panamá, 1996. 230 páginas.
- BESLEY,** Scott y Eugene Brigham. **“Fundamentos de Administración Financiera”**. Editorial Mc Graw- Hill, México, 2001, Doceava Edición. 919 páginas.
- BERSTEIN,** Solange (Editora y Superintendente): **“El Sistema Chileno de Pensiones”**. Superintendencia de Pensiones de Chile. Séptima Edición, Chile, febrero del 2010.
- HERNÁNDEZ SAMPIERI,** Roberto: **“Metodología de la Investigación”**. Editorial McGraw-Hill, México, 1991. 505 páginas.
- HINZ,** Richard, Heinz P. Rudolph, Pablo Antolin y Juan Yermo (Editores): **“Evaluación del desempeño de los Fondos de Pensión”**. Banco Mundial, Washington DC, 2010. 281 páginas. (Original en inglés, traducción del autor).
- ROSS,** Stephen A., Randolph W. Westerfield y Bradford D. Jordán. 2010. **“Fundamentos de Finanzas Corporativas”**. Editorial Mc Graw-Hill/Interamericana Editores, S. A. de CV. México, 2010. 1200 páginas.
- VAN HORNE,** James C. y John Wachowicz Jr. C. 2002. **“Fundamentos de Administración Financiera”**. Editorial Pearson Educación. México, 2002. 860 páginas.

### B. DICCIONARIOS:

- REAL ACADEMIA ESPAÑOLA:** **“Diccionario de la Lengua Española”**. Vigésima segunda edición. Editorial ESPASA, 2001. Impreso por Printer Colombiana, Colombia.

### C. MANUALES Y FOLLETOS:

- CEDEÑO,** Juan Jesús: **“Sistemas de pensiones complementarias para servidores públicos en Panamá”**. Panamá, República de Panamá. 1998. 151 Páginas. (Estudio facilitado por el SIACAP en el año 2002).



**COMITÉ DE TRABAJO PARA ORGANIZACIÓN DEL SIACAP: Plan de acción para el SIACAP**". (Estudio). Panamá, mayo de 1999. 67 Páginas.

**CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA**, Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC): Boletines de **"Cuentas Nacionales 2007-11"** y **"Avance de cifras de Cuentas Nacionales años 2010-12"**. Cuadros en Anexo C.

**TEJADA HIM**, Erix: **"Aspectos relevantes del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos"**. (Documento del ex Secretario Ejecutivo del SIACAP), Panamá, 28-31 de octubre de 2003. 12 páginas.

#### **D. DIARIOS Y SEMANARIOS:**

**ACOSTA P.**, Alfonso: **"Estudian proceso para liquidación"**. Diario La Prensa, Economía y Negocios, 22 de abril de 2013.

**BERROA LOO**, Gerardo y José Quintero De León: **"Los escándalos del centenario"**. Diario la Prensa, de 28 de diciembre de 2003.

**CÁRCAMO**, Héctor: **"Fondos de pensiones ya representan 70% del PIB"**. Diario La Tercera, República de Chile, edición con fecha 11 de mayo del 2011. Accesible en Internet:  
<http://diario.latercera.com/2011/05/11/01/contenido/negocios/10-68615-9-fondos-de-pensiones-ya-representan-70-del-pib.shtml>

**CASTILLO DUARTE**, Edith: **"Interioridades de un contrato"**. En diario La Prensa, jueves 9 de noviembre de 2000, página 31-A.

**CASTILLO DUARTE**, Edith: **"Una economía a toda máquina"**. En diario La Prensa, Domingo 1º de enero de 2012.

**DE GRACIA**, José Antonio: **"Fondos del SIACAP ascienden a \$640 millones hasta junio"**. Diario El Panamá América, martes 21 de agosto de 2012, Economía, página 11.

**DE LEON**, Xenia: **"Pagarán \$12.2 millones, tras vencimiento de los CERPAN"**. Diario La Prensa, sábado 30 de enero de 2010.

**GÓMEZ**, José Hilario: **"Integración bursátil regional, en pausa"**. En: Semanario Capital Financiero, redactado el 27 de febrero de 2012.

**GONZÁLEZ**, Ricardo: **"Debilidad del mercado secundario evita desarrollo bursátil"**. En semanario Capital Financiero, 14 de mayo de 2012.

**GONZALEZ Ricardo Ley 60 de 2010 afecta patrimonio del SIACAP** En Semanario Capital en categoría Finanzas redactado el 10 de junio de 2012

**GONZALEZ Ricardo Fondos de pensión podrían llegar a \$290 millones** en semanario Capital Financiero redactado el 8 de septiembre del 2012

**GONZALEZ APOLAYO Gisela Mercado de Valores no se afecta con volatilidad** En diario El Universal Miércoles 19 de abril de 2000 página A 13

**LASSO Mileika CERPAN paga 224 millones de dólares en cinco años** Diario El Panamá América, viernes 12 de enero de 2007

**MUNOZ Mario Aprueban proyecto sobre el SIACAP** Diario La Prensa, 8 de junio de 2000

**PALM Mónica El SIACAP Una carrera de fondo** Diario La Prensa, Martes Financiero 4 de julio del 2000 Página 14

**REDACCIÓN DE MARTES FINANCIERO Las razones del fracaso** Diario La Prensa, Martes Financiero 26 de octubre de 2004

**REDACCIÓN DE PANORAMA La cautela se ha impuesto con el CERPAN** En Diario La Prensa, sábado 9 de septiembre de 2006

**RODRIGUEZ Jacobo Que comience el debate de las pensiones en Estados Unidos** del CATO Institute publicado en el antiguo diario nacional El Universal el 30 de junio de 2000 página A 21

**SAGEL Yuriela Moscoso sanciona ley que modifica el SIACAP** En Diario El Panamá América, jueves 5 de julio de 2001

**SOLIS Alma SIACAP con resultados negativos** en el semanario Capital Financiero redactado el 7 de febrero de 2011

**TORRES Victor Dagoberto El Estado supervisor y la seguridad social** Diario La Prensa, 30 de octubre de 1999 página 17 A

## **E INFORMACIÓN ACCESADA DE INTERNET**

- **BLOG LEHMAN BROTHERS El mayor fondo de pensiones de EEUU se querella contra las agencias de rating**

<http://www.crisis->

[lehman.com/REVISTA/articulos/GestionNoticias\\_312\\_ESP.asp](http://lehman.com/REVISTA/articulos/GestionNoticias_312_ESP.asp), 22 de octubre de 2012.

- **BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ**, Página: [www.panabolsa.com](http://www.panabolsa.com), Sección de reseña histórica.
- **BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ: “Guía del Inversionista. Que es el Sistema de Transacciones Electrónicas?”**  
[http://www.panabolsa.com/sys/upload/files/PDFs/pdfs\\_generales/invertir\\_mercado\\_devalores.pdf](http://www.panabolsa.com/sys/upload/files/PDFs/pdfs_generales/invertir_mercado_devalores.pdf)
- **CAICEDO, Kathia**: “Educadores piden reforma de Ley sobre el PRAA”. Telemetro noticias. Viernes 24 de septiembre de 2010.  
<http://www.telemetro.com/noticias/2010/09/24/nota58796.html>
- **CAPITALES.COM**: Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe. Región Canal Directo - Bolcen <http://www.capitales.com/regional/canales/bolcen>
- **CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA**, Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), página [www.contraloria.gob.pa/inec](http://www.contraloria.gob.pa/inec): “**Cuentas Nacionales 2007-11**” Conceptos y Definiciones.Y “**Cuentas Nacionales 2010-12**”.
- **CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA**, Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC). **Cuadro del PIB total y per cápita, a precios de 1996: años 1996-2012.** [www.contraloria.gob.pa/inec](http://www.contraloria.gob.pa/inec) (Ver cuadro en Anexo).
- **CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA**, Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC). **Cuadro del PIB por categoría de actividad económica, a precios de 1996: años 2008-12.** [www.contraloria.gob.pa/inec](http://www.contraloria.gob.pa/inec) (Ver cuadro en Anexo).
- **DE CASTILLERO, Dra. Elsebir Ducreaux**, “**Plan Estratégico SIACAP**”, Panamá, 15 de diciembre de 2012. Páginas 6 a 9.  
<http://www.siacap.gob.pa/images/documentos/transparencia/2013/febrero/PLAN%20ESTRATEGICO%20DEL%20SIACAP.pdf>



- **DELOITTE**, Panama Tax News, julio de 2011: “**Panamá sale de la lista gris de la OCDE**”. En la Web:  
<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Wikipedia>,  
[http://es.wikipedia.org/wiki/Beta\\_\(finanzas\)Panama/Local%20Assets/Documents/PA\\_es\\_TaxNews\\_%20Julio2011.pdf](http://es.wikipedia.org/wiki/Beta_(finanzas)Panama/Local%20Assets/Documents/PA_es_TaxNews_%20Julio2011.pdf)
- **EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO, S.A.**, “**Informe de Calificación, Banco Aliado y Subsidiarias**”. Contacto: Fernando Arroyo, Ciudad de Panamá, 21 de octubre de 2013.  
<http://www.equilibrium.com.pe/aliadopa.pdf>.
- **FEDERACIÓN INTERNACIONAL DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES, FIAP**, pagina web. “**Reformas a los Sistemas de Pensiones**”. México.  
[http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20050104/pags/20050105092747.html](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20050104/pags/20050105092747.html)
- **FEDERACIÓN INTERNACIONAL DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES**: Página Web: [www.fiap.cl](http://www.fiap.cl): Quienes Somos? 2007.
- **GOBIERNO DE ARGENTINA**: Información. Ciudadanos. Tercera Edad. 2012. Página 154. <http://www.argentina.gob.ar/informacion/23-tercera-edad.php>
- **MARCANO DE PASCO**, Noris: Comunicación de la Gerente de Ventas y Negocios de PROGRESO (Panamá), 25 de mayo de 2012. En Fundspeople.  
<http://fundspeople.cl/noticias/panama-un-comportamiento-positivo-para-el-mercado-de-pensiones>
- **MARCHANT S.**, Daniel: “**Análisis Financiero por Industrias para la Economía Chilena**”. Tesis para optar por el título de Ingeniero Comercial, Universidad de Chile, Santiago de Chile, enero de 2007, página 214. Ver en Bibliografía de: Información accesada de Internet.  
[http://www.cybertesis.cl/tesis/uchile/2007/marchant\\_d/sources/marchant\\_d.pdf](http://www.cybertesis.cl/tesis/uchile/2007/marchant_d/sources/marchant_d.pdf)
- **MINISTERIO DE EDUCACIÓN**, “**Informe de Gestión: año 2010. Presentado en enero del 2011**”. Página Web:

[http://www.meduca.gob.pa/04unad/DNRH/INFORME\\_GESTION\\_ENERO\\_2011.PDF](http://www.meduca.gob.pa/04unad/DNRH/INFORME_GESTION_ENERO_2011.PDF)

- **NAVARRA EMPRESARIAL.** España. “**Análisis de razones financieras**”.  
<http://www.navarraempresarial.com/TreeLineImages/pdf/Rentabilidad.pdf>
- **OLIVARDÍA, Jorge Alexander:** “**Aspectos Básicos del Mercado de Valores en Panamá**”. Comisión Nacional de Valores, Primera Edición. Panamá, Septiembre de 2005, página 20).  
<http://www.supervalores.gob.pa/files/publicaciones/librosCNV/AspectosBasicosDelMercadoDeValoresDePanama.pdf>
- **PROGRESO AFP:** “**Modificaciones a la ley del SIACAP, mediante Ley 29 de julio de 2001**”. Página WEB:  
[http://www.progreso-afp.com/productos/fondo\\_siacap/modificaciones\\_ley\\_siacap.html](http://www.progreso-afp.com/productos/fondo_siacap/modificaciones_ley_siacap.html), Productos, Fondo SIACAP.
- **PROGRESO AFP:** Documento Informe de Fitch Ratings, Página WEB:  
[http://www.progreso-afp.com/documentos/fitch\\_progreso.pdf](http://www.progreso-afp.com/documentos/fitch_progreso.pdf).
- **PROGRESO,** Administradora Nacional de Fondos de Pensiones y Cesantía, Productos. Fondos de Cesantías.  
[http://www.progreso-afp.com/productos/fondo\\_cesantia/index.html](http://www.progreso-afp.com/productos/fondo_cesantia/index.html)
- **PROGRESO AFP,** página WEB. Acerca de PROGRESO. 2013.  
[http://www.progreso-afp.com/acerca\\_progreso/estadisticas.html](http://www.progreso-afp.com/acerca_progreso/estadisticas.html)
- **SIACAP:** “**Memoria Institucional del 2012**”, octubre de 2012, página 15. Tomado de su página Web. [www.siacap.org.pa](http://www.siacap.org.pa)
- **SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES DE COSTA RICA.**  
<http://www.supen.fi.cr>: Marco Legal.
- **SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES:** “**Encuesta realizada por la Comisión Nacional de Valores, a través de su Unidad Técnica de Pensiones (UTP), vía internet**”, con 49 respuestas del 17 de mayo al 17 de julio de 2007.



<http://www.supervalores.gob.pa/files/pensiones/noticias/2007/encuestaUTP2007.pdf>

- **SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES: “Boletín informativo 40-2012”**, del 3-9 de octubre de 2012.  
<http://www.conaval.gob.pa/publicaciones/boletines-informativos/boletines-ano-2012/1105-boletin-40-2012/file>
- **SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES: “Boletín informativo 02-2013”**, del 2 al 8 de enero de 2013. Páginas 4 y 10.  
[http://www.supervalores.gob.pa/publicaciones/boletines-informativos/cat\\_view/34-boletines-informativos/268-boletines-ano-2013.html](http://www.supervalores.gob.pa/publicaciones/boletines-informativos/cat_view/34-boletines-informativos/268-boletines-ano-2013.html)
- **UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID (UAM): “Curso de Predicción Económica y Empresarial”**. España, edición 2004. “Definición de Medias Móviles”. [http://www.uam.es/docencia/predysim/predysim/2\\_3\\_ficha.htm](http://www.uam.es/docencia/predysim/predysim/2_3_ficha.htm)
- **WIKIPEDIA**, La enciclopedia libre: “Definición de Beta”.  
[http://es.wikipedia.org/wiki/Beta\\_\(finanzas\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Beta_(finanzas))

## **F. LEYES Y DECRETOS:**

**Las Leyes y documentos de la Gaceta Oficial, son localizables de forma digital a partir del Número de la Gaceta, en la página de la Gaceta Oficial en la Internet:**  
[http://www.gacetaoficial.gob.pa/index.php?id\\_gaceta=17852&gacLiteral](http://www.gacetaoficial.gob.pa/index.php?id_gaceta=17852&gacLiteral), **las del 3 de julio de 2006 en adelante y antes en la página de la Asamblea Nacional: Legispan, Colección Digital de Gacetas Oficiales:**  
<http://www.asamblea.gob.pa/main/LegispanMenu/Colecci%C3%B3nDigitaldeGacetasOficiales.aspx>

1. Decreto Ley N° 14 de 27 de agosto de 1954. Por el cual se modifica la ley 134 de 27 de abril de 1943, Orgánica de la Caja de Seguro Social. Gaceta Oficial N° 12,467, de 10 de septiembre de 1954.
2. Decreto de Gabinete N° 247 de 16 de julio de 1970, tal como quedó reformado por el Decreto de Gabinete N° 30 de 24 de febrero de 1972, "Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adoptan medidas para proteger a los accionistas minoritarios. Gaceta Oficial N° 16,652, del 22 de julio de 1970.

- 3 Constitución Nacional de 1972 Artículo 110** El Estado podrá crear fondos complementarios con el aporte y participación de los trabajadores de las empresas publicas a fin de mejorar los servicios de seguridad social en materia de jubilaciones La Ley reglamentará esta materia
- 4 Ley N 16 de 31 de marzo de 1975** Por la cual se reglamenta el Fondo Complementario de Prestaciones Sociales Obligatorio para todos los servidores publicos Gaceta Oficial N° 17 852 del lunes 2 de junio de 1975
- 5 Decreto Ejecutivo N 44 de 31 de mayo de 1988** Por el cual se autoriza la creación de Bolsas de Valores y se reglamenta su instalación y funcionamiento con modificaciones en fallo de la Corte Suprema de Justicia del 28 de mayo de 1990 y Decreto N° 37 de 3 de junio de 1992 Gaceta Oficial N° 21 066 de 8 de junio de 1988
- 6 Ley N° 10 de 16 de Abril de 1993** Por la cual se establecen incentivos para la formación de fondos para jubilados pensionados y otros beneficios Gaceta Oficial N 22 267 de 20 de abril de 1993
- 7 Ley N 8 de 6 de febrero de 1997** Por la cual se crea el Sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores publicos y se adoptan otras medidas y su reglamentación por el ejecutivo Editado por Libreria y Editora Interamericana. Panamá. Primera Edición 1997 98 Publicado además en la Gaceta Oficial N° 23 222 del 7 de febrero de 1997
- 8 Decreto Ejecutivo N 27, de 27 de junio de 1997** Por el cual se reglamenta la Ley 8 de 6 de febrero de 1997 Gaceta Oficial N 23 320 de Lunes 30 de junio de 1997
- 9 Decreto N 32 de 6 de julio de 1998** Por el cual se modifica el Decreto Ejecutivo N 27 de 27 de junio de 1997 que reglamenta la Ley 8 de 6 de febrero de 1997 Gaceta Oficial 23 584 de 13 de julio de 1998
- 10 Contrato de Servicios del 25 de enero de 1999** entre el SIACAP y las empresas CREDICORP Bank S A Gaceta Oficial N° 23 777 de 19 de abril de 1999
- 11 Decreto Ley N° 1 del 8 de julio de 1999** Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores en la Republica de Panamá Gaceta Oficial N° 23 837 del sábado 10 de julio de 1999
- 12 Decreto de Gabinete No 16 de 14 de julio de 1999** por el cual se autoriza el bono de reconocimiento de los fondos que pasaran a formar el fondo del SIACAP Gaceta Oficial N° 23 844 de 20 de julio de 1999

13. **Contratos de Servicio N°s. 1, 2, 3, 4 y 5 del 17 de agosto de 1999**, entre el SIACAP y las cuatro EAFP privadas, así como la CSS. Gaceta Oficial N° 24,027 de 7 de abril de 2000.
14. **Ley N° 54 de 27 de diciembre de 2000**, crea el Plan de Retiro Anticipado Autofinanciable (PRAA) para los Educadores y Educadoras del Ministerio de Educación (MEDUC) y del Instituto Panameño de Rehabilitación Especial (IPHE), y dicta otras disposiciones. Gaceta Oficial 24,209 de 28 de diciembre de 2000.
15. **Ley No.29 de 3 de julio de 2001**, que modifica y adiciona artículos a la Ley 8 de 1997, que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos y crea la emisión de los Certificados de Participación Negociable (CERPAN). Gaceta Oficial 24,337 de 4 de julio de 2001.
16. **Decreto Ejecutivo No.138 de 5 de Noviembre de 2001**, por el cual se reglamenta la Ley No.29 de 3 de julio de 2001. Gaceta Oficial 24,426 de 7 de Noviembre de 2001.
17. **Ley No.76 de 28 de diciembre de 2001**, que modifica el Artículo 3 de La Ley 8 de 1997, que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos, para adoptar medidas relacionadas con los Certificados de Participación Negociable (CERPAN). Gaceta Oficial 24,461-A, de 31 de diciembre de 2001.
18. **Ley N° 51 del 27 de diciembre de 2005**, que reforma la Ley Orgánica de la Caja de Seguro Social y dicta otras disposiciones. Gaceta Oficial N° 25,453 del 28 de diciembre de 2005.
19. **Ley N° 60 del 11 de octubre de 2010**, que reforma la Ley 8 de 1997, que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos. Gaceta Oficial N° 26,641-A, de 11 de octubre de 2010.
20. **Ley 67 del 1 de septiembre de 2011**, que establece el Sistema de Coordinación y cooperación interinstitucional entre los entes de fiscalización financiera, crea la Superintendencia del Mercado de Valores, reforma el Decreto Ley 1 de 1999 y la Ley 10 de 1993, y dicta otras disposiciones. Gaceta Oficial N° 26863-A, de viernes 2 de septiembre de 2011.
21. **Texto Único**, ordenado por la Asamblea, que comprende el Decreto Ley 1 de 1999 y sus leyes reformativas y el Título II de la Ley 67 de 2011. Sobre el mercado de valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores. Gaceta Oficial N° 26979-A, de 23 de febrero de 2012.



## **G ENTREVISTAS PERSONALES**

**Lic Manuel León** Jefe Departamento de Fiscalización del Sistema de Ahorro y Capitalización de Empleados Públicos (SIACAP) Tel 500 2600 Entrevistas realizadas los días 23 de septiembre de 2012 hora 10 30 am 5 de octubre de 2012 hora 4 00 p m 10 de junio de 2012 hora 1 00 p m y 18 de julio de 2013 hora 12

**Lic. Dixania Valderrama** Asesora de Ventas de PROGRESO AFP Día 12 de noviembre de 2013 Hora 10 30 am Tel 340 0300 Extensión 316